

中国建筑 (601668)

三轮驱动，行业巨擘起航

增持 (维持)

2017年06月28日

市场数据

| 报告日期 | 2017-06-28 |
|-----------|------------|
| 收盘价(元) | 9.75 |
| 总股本(百万股) | 30000.00 |
| 流通股本(百万股) | 29686.69 |
| 总市值(百万元) | 292500.00 |
| 流通市值(百万元) | 289445.18 |
| 净资产(百万元) | 197687.31 |
| 总资产(百万元) | 1374796.33 |
| 每股净资产 | 6.59 |

主要财务指标

| 会计年度 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 959765 | 1088474 | 1217344 | 1349280 |
| 同比增长 | 9.0% | 13.4% | 11.8% | 10.8% |
| 净利润(百万元) | 29870 | 34495 | 39461 | 44291 |
| 同比增长 | 14.6% | 15.5% | 14.4% | 12.2% |
| 毛利率 | 10.1% | 10.7% | 10.7% | 10.6% |
| 净利润率 | 3.1% | 3.2% | 3.2% | 3.3% |
| 净资产收益率(%) | 15.7% | 15.7% | 15.2% | 14.6% |
| 每股收益(元) | 1.00 | 1.15 | 1.32 | 1.48 |
| 每股经营现金流(元) | 3.57 | 2.18 | 2.02 | 2.05 |

相关报告

《中国建筑：5 月经营数据点评》2017-06-15
《中国建筑：4 月经营数据点评》2017-05-18
《中国建筑：2017 年一季度经营数据点评》2017-05-09

分析师：

孟杰

mengjie@xyq.com.cn

S0190513080002

研究助理：

黄杨

huangyang@xyq.com.cn

许盈盈

xuyingying@xyq.com.cn

投资要点

- **核心逻辑：**我们认为，中国建筑在房建、基建、地产三大主业上都拥有行业领先的竞争优势，未来受益于 PPP 模式的快速落地和“一带一路”政策的持续推进，三大主业的市占率将呈现加速提升的趋势。公司未来盈利向好，我们预计 2017-2019 年的业绩复合增速达到 15%，目前估值仅 8 倍，是上证 50 中估值最低的标的之一，维持“增持”评级。
- **房建市场仍有增长空间，公司作为行业龙头市占率将进一步提升。**我们估算国内房建市场未来十年仍将保持 2%-4% 的增长，公司房建业务 ROE 好于多数业内竞争对手，接单快于行业增速，未来市占率仍将持续提升。我们预计 2017-2019 年公司的房建业务的收入增速分别为 7%、6% 和 5%。
- **PPP 加速建筑行业竞争结构分化，央企市场份额加速集中。**PPP 项目在招投标时，对作为社会资本方的建筑企业的资质、财力、银行授信等状况进行了严格限定，使得许多大额 PPP 项目招标时，只有上市建筑企业甚至只有央企能满足投标资格。公司作为建筑央企中的龙头，实现了基建业务快速增长及市占率的显著提升。考虑到 PPP 项目的利润率高于房建业务，随着公司未来 PPP 业务收入占比的提升，总体利润率水平将随之提高。
- **海外业务将成为新的增量，对标国际前十承包商仍有提升空间。**公司 16 年海外营收约 100 亿美元，海外接单 1264 亿元，为当年海外收入近 2 倍，但与国外前十国际承包商同期平均 169 亿美元的海外营收额相比仍有增长空间。
- **子公司中海地产收购中信股份的房地产业务，土地储备大增，业绩加速可期。**作为房地产开发的先行指标，公司在手土地储备充足，主要布局一二线和强三线城市，未来中海地产和中建地产品牌将获取更大市场份额。
- **未来看点：**国企改革有望深化，现金充裕安全边际高，雄安新区项目催化。
- **盈利预测与投资建议：**预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.15 元、1.32 元、1.48 元，未来三年将保持 14.09% 的复合增长率，对应 PE 分别为 8.5 倍、7.4 倍和 6.6 倍，给予“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济下滑，海外订单落地不及预期，地产调控超预期



目 录

| | |
|---|---------------|
| 投资概要..... | - 5 - |
| 1、中国建筑：房建、地产龙头，基建业务快速崛起..... | - 7 - |
| 1.1、中国建筑：国资控股的国内房建工程及地产开发龙头..... | - 7 - |
| 1.2、房建和地产贡献核心业绩，基建崛起形成三大业务鼎立格局..... | - 9 - |
| 1.3、盈利能力行业领先，房建、基建、房地产市占率持续提升..... | - 11 - |
| 1.4、公司组织架构及股权结构：实际控制人为中国建筑工程总公司..... | - 13 - |
| 2、房建行业仍有增长空间，公司竞争优势明显市占率有望进一步提升..... | - 16 - |
| 2.1、人口出生率降低，城市化进程放缓，房建需求增速放缓..... | - 16 - |
| 2.2、户籍城市化、旧房改造和人均住房面积改善带来未来增长空间..... | - 18 - |
| 2.3、公司房建业务以稳为主，行业龙头市占率有望进一步提升..... | - 20 - |
| 3、基建行业增长保持高位，PPP 助力公司成国内基建新龙头..... | - 21 - |
| 3.1、对冲房建下行趋势，基建投资有望保持高位..... | - 21 - |
| 3.2、我国交通工程和城市公共服务建设仍存较大缺口..... | - 23 - |
| 3.3、PPP 模式将改变建筑行业竞争格局，资源向大建筑企业集中..... | - 26 - |
| 3.4、基建业务拓展势头强劲，打造公司“新增长极”..... | - 33 - |
| 4、浪淘天地，携风远游，“一带一路”开辟海外建筑市场..... | - 37 - |
| 4.1、“一带一路”沿线国家年基建投资需求超 1 万亿美元，市场潜力巨大..... | - 37 - |
| 4.2、顶层设计为中国企业开辟海外市场扫清障碍，“一带一路”将成人民币国际化重要推手..... | - 39 - |
| 4.3、三年磨一剑，中国建筑企业“一带一路”布局将进入业绩兑现期..... | - 40 - |
| 4.4、中国建筑海外业务增长稳定，跟随“一带一路”有望提速..... | - 42 - |
| 5、土地储备充足，看好地产业务逆势提升..... | - 45 - |
| 5.1、土地储备充足，未来增长稳定..... | - 45 - |
| 5.2、主要布局一二线及强三线城市，土地储备变现收益可观..... | - 46 - |
| 6、财务分析：现金充裕，安全边际较高，具备长期投资价值..... | - 49 - |
| 6.1、现金流强势增长，在手现金充裕，具备高安全边际..... | - 49 - |
| 6.2、对上下游信用占款凸显公司行业地位，有息负债比例低..... | - 50 - |
| 6.3、业绩成长确定，高分红高 ROE，具备长期投资价值..... | - 51 - |
| 6.4、业绩成长确定，高分红高 ROE，具备长期投资价值..... | - 53 - |
| 7、未来亮点：国改值得期待，有望深度参与雄安新区建设..... | - 54 - |
| 7.1、国企改革：股权激励后分拆上市或是未来思路..... | - 54 - |
| 7.2、雄安新区建设千年大计，公司或将深度参与..... | - 56 - |
| 8、盈利预测与估值..... | - 58 - |
| | |
| 图 1、公司近年来营业收入及增速..... | - 8 - |
| 图 2、公司近年来归母净利润及增速..... | - 8 - |
| 图 3、中国建筑分业务营收占比（%）..... | - 9 - |
| 图 4、中国建筑分业务营收额（亿元）..... | - 9 - |
| 图 5、中国建筑分业务毛利率（%）..... | - 9 - |
| 图 6、中国建筑近年新签订单行业结构（亿元）及增速..... | - 9 - |
| 图 7、中国建筑分业务毛利润额（亿元）..... | - 10 - |
| 图 8、中国建筑分业务毛利润占比（%）..... | - 10 - |
| 图 9、中国建筑房建业务的市场占有率..... | - 12 - |
| 图 10、中国建筑基建业务的市场占有率..... | - 12 - |
| 图 11、中国建筑房地产业务的市场占有率..... | - 12 - |

| | |
|--|--------|
| 图 12、公司组织架构 | - 15 - |
| 图 13、中国建国以来城市化率及增速 | - 16 - |
| 图 14、我国各年龄段人口占比变化 | - 16 - |
| 图 15、近十年房屋施工、新开工、竣工面积同比增速 (%) | - 17 - |
| 图 16、近十年房屋新开工面积和商品房销售面积增速 (%) | - 17 - |
| 图 17、房地产投资资金及资金来源增速 | - 17 - |
| 图 18、中国建筑新签房建订单增速与行业对比 | - 20 - |
| 图 19、中国建筑新开工房建面积增速与行业对比 | - 20 - |
| 图 20、中国建筑房建业务新签订单与当年收入比 | - 20 - |
| 图 21、我国 2000 年以来固定资产投资增速和投资资金来源增速 (%) | - 21 - |
| 图 22、PPP 项目流程图 | - 26 - |
| 图 23、2016 年来 PPP 入库项目各阶段分布 | - 27 - |
| 图 24、2016 年来 PPP 入库项目数及落地率变化 | - 27 - |
| 图 25、入库 PPP 项目行业分布 (按项目数量) | - 27 - |
| 图 26、入库 PPP 项目行业分布 (按投资额) | - 27 - |
| 图 27、全国范围 PPP 中标项目金额 | - 27 - |
| 图 28、全国范围 PPP 中标项目季度金额及增速 | - 28 - |
| 图 29、各类企业 PPP 中标额 (201705) | - 28 - |
| 图 30、各类企业 PPP 中标数量 (201705) | - 28 - |
| 图 31、各类企业 PPP 中标额占比 (201512) | - 28 - |
| 图 32、各类企业 PPP 中标额占比 (201705) | - 28 - |
| 图 33、四大建筑央企基建签单增速与基建固定资产投资增速对比 | - 32 - |
| 图 34、中国建筑基建业务签单额及增速 | - 33 - |
| 图 35、中国建筑基建业务营收及增速 | - 33 - |
| 图 36、公司基建合同构成 | - 34 - |
| 图 37、公司交通工程合同构成 | - 34 - |
| 图 38、中国工程企业在一带一路沿线国家新签订单额及增速 | - 41 - |
| 图 39、中国工程企业在一带一路沿线国家营收额及增速 | - 41 - |
| 图 40、中国工程企业在一带一路沿线国家营收及新签订单在全部对外工程中的占比 (%) | - 41 - |
| 图 41、部分建筑公司 2016 年海外订单签单额及增速 | - 42 - |
| 图 42、部分建筑公司 2016 年海外收入及占比与 2015 年对比 | - 42 - |
| 图 43、公司近年海外收入、增速、收入占比及与行业海外收入整体增速对比 | - 43 - |
| 图 44、上市以来公司每年海外新签订单、增速及与行业海外新签订单整体增速对比 | - 43 - |
| 图 45、中海地产土地储备面积 (万平方米) | - 45 - |
| 图 46、中海地产新增土地储备面积 (万平方米) | - 45 - |
| 图 47、一二三线城市房价环比增速 (%) | - 47 - |
| 图 48、一二三线城市住宅销售面积同比增速 (%) | - 47 - |
| 图 49、合约物业销售额及销售面积增速 | - 48 - |
| 图 50、公司现金流状况 (亿元) | - 49 - |
| 图 51、公司货币资金 (亿元) | - 49 - |
| 图 52、公司资产负债率及利息保障倍数 | - 50 - |
| 图 53、主要建筑央企 2017Q1 资产负债率对比 | - 50 - |
| 图 54、河北省“十三五”交通规划图 | - 57 - |
| 图 55、中国建筑历史估值 | - 59 - |

| | |
|--|--------|
| 表 1、中国建筑承接的地标性建筑..... | - 7 - |
| 表 2、公司各分项业务 ROE 测算..... | - 11 - |
| 表 3、行业内可比公司 ROE..... | - 11 - |
| 表 4、公司十大股东..... | - 13 - |
| 表 5、中国建筑旗下两家港股上市公司市值..... | - 14 - |
| 表 6、2016 年城镇住房存量面积测算..... | - 18 - |
| 表 7、至 2030 年我国城镇住房建设需求年复合增长率测算..... | - 19 - |
| 表 8、2017 年基建投资测算..... | - 21 - |
| 表 9、部分地方政府 2017 年基建投资预算..... | - 22 - |
| 表 10、各国铁路网密度对比..... | - 23 - |
| 表 11、2016 年 10-12 月国家层面审批的部分基建项目..... | - 24 - |
| 表 12、部分 PPP 项目的招标文件中对投标方财力、业绩、银行授信情况的规定 - 29 - | |
| 表 13、全国月度 PPP 签约十大社会资本方..... | - 30 - |
| 表 14、中国建筑 2016 年来重大 PPP 项目表..... | - 35 - |
| 表 15、“一带一路”大事记..... | - 37 - |
| 表 16、ENR250 强部分国家企业国际业务占比..... | - 40 - |
| 表 17、ENR250 强部分国家企业国际业务占比..... | - 41 - |
| 表 18、公司海外业务各区域情况..... | - 43 - |
| 表 19、公司重大海外订单..... | - 43 - |
| 表 20、以当前房价计算，中海地产 2016 年土地储备、新增土地储备及 2017 年前 5 月新增地产的市值..... | - 46 - |
| 表 21、公司自由现金流测算..... | - 49 - |
| 表 22、公司有息负债占比测算..... | - 50 - |
| 表 23、公司股息率测算..... | - 51 - |
| 表 24、首次纳入 MSCI 的 12 支 A 股建筑股指标..... | - 51 - |
| 表 25、考虑订单结算率的公司工程收入测算..... | - 53 - |
| 表 26、公司两次股权激励计划重点条款..... | - 54 - |
| 表 27、公司下属各专业版块公司分拆上市后理论市值估算..... | - 55 - |
| 表 28、公司盈利预测假设..... | - 58 - |
| 表 29、公司盈利预测结果..... | - 58 - |
| 表 30、可比公司估值比对..... | - 59 - |

报告正文

投资概要

1、估值及投资建议

预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.15 元、1.32 元、1.48 元，未来三年将保持 14.09% 的复合增长率，对应 PE 分别为 8.5 倍、7.4 倍和 6.6 倍，维持“增持”评级。

2、关键假设

1. 全国房建市场在城市化推进、人均住房面积改善的带动下，维持 2%-4% 左右的稳定低速增长，公司房建业务毛利率会随着竞争日趋激烈逐渐下滑至 6% 左右；
2. 全国 PPP 项目落地速度加快，公司和少数大建筑企业凭借资金和资质优势，维持对大额 PPP 项目的垄断，公司在新落地 PPP 项目中保持 20% 左右的占有率，且基建业务毛利率将逐渐提升至 10% 以上的水平；
3. 公司海外项目推进顺利，在“一带一路”战略带动下拿单加速；
4. 子公司中海地产在收购中信股份地产业务后，将逐渐消化土地储备，业绩增长加速。

3、股价表现催化剂

公司加速海外签单及订单转化，兑现“一带一路”利好；国内房地产销售回暖；公司国企改革进一步推进。

4、风险提示

公司基建业务拓展进度放缓，海外订单落地推进不达预期，房地产销售下行。

5、区别于市场的观点

市场对公司的认知仍停留在房建龙头，基建新军的层面。而我们认为 PPP 对建筑行业“强者恒强”格局的推动会超越市场预期。PPP 模式决定了一个大型基建项目必须对工程全周期进行整合，单体项目金额比之前更大。我们通过对一些项目招标文件的整理，发现对于订单额较大（30 亿元以上）的项目，只有为数不多的建筑上市企业，甚至只有几个建筑央企才满足投标条件，而公司正是有资金和资质实力，参与大型 PPP 项目竞争的少数企业之一。我们认为，公司近年来表现出了强于行业平均水平的增长能力，将成为国内基建行业新的龙头之一。

同时，市场多数人认为公司目前处于历史估值的高位，未来股价上升空间不大。而我们认为，建筑板块整体估值中枢提升，且行业在经历集中度提升的过程，公司有望成长为多个领域的龙头并持续提升市占率，理应享受估值的修复。

市场普遍认为央企相对于一些民企可能存在激励机制不足，管理不够灵活，运营效率较低的情况。但我们通过对公司业务的分拆，发现公司工程业务实际上有着较好的资产收益率。公司现金充裕，分红高，是值得长期投资的标的。

1、中国建筑：房建、地产龙头，基建业务快速崛起

1.1、中国建筑：国资控股的国内房建工程及地产开发龙头

中国建筑股份有限公司成立于 2007 年 12 月，前身为组建于 1982 年的中国建筑工程总公司，是我国建筑领域唯一一家由中央直接管理的国有重要骨干企业。公司以房屋建筑承包、国际工程承包、地产开发、基础设施建设和市政勘察设计为核心业务，是国内唯一拥有房建、市政、公路三类特级总承包资质的建筑企业。2009 年 7 月公司于上交所上市。

2011 年，公司营收超越中国中铁和中国铁建，成为中国最大的工程承包商。公司是房建领域的绝对龙头，2016 年以房建施工面积统计的国内市场占有率达 8.5%，全国超过 90% 的 300 米以上超高层，众多技术含量高、结构形式复杂的地标性建筑及国家重点工程均由中国建筑承建。同时，公司是国内最大的建筑房地产综合企业集团之一，拥有“中海地产”、“中建地产”两大地产子品牌，其中中海地产盈利能力多年来始终处于中国房地产企业领先地位，品牌价值连续十二年居行业之首。

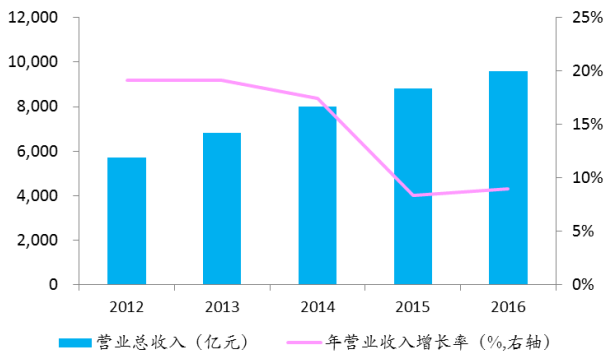
表 1、中国建筑承接的地标性建筑

| 工程名称 | 施工单位 | 工期 | 项目投资额 | 项目特点 |
|-----------|-----------|-----------|---------|----------------|
| 深圳平安金融中心 | 中建一局 | 2009-2017 | 95 亿元 | 中国第二高楼，599 米 |
| 天津 117 大厦 | 中建三局 | 2008-2015 | 260 亿元 | 中国第三高楼，596.5 米 |
| 广州周大福金融中心 | 中建三局、中建四局 | 2009-2016 | 100 亿元 | 中国第四高楼，530 米 |
| 天津周大福滨海中心 | 中建八局 | 2012-2016 | 80 亿元 | 中国第五高楼，530 米 |
| 上海环球金融中心 | 中国建筑、上海建工 | 1997-2008 | 73 亿元 | 中国第七高楼，492 米 |
| 香港环球贸易广场 | 中国建筑、香港新辉 | 2002-2010 | 200 亿元 | 中国第八高楼，484 米 |
| 长沙 IFS 大厦 | 中建二局 | 2013-2016 | 67 亿元 | 中国第九高楼，452 米 |
| 中央电视台新台址 | 中国建筑 | 2004-2009 | 200 亿元 | 造型独特，“高难精尖”项目 |
| 国家游泳中心 | 中建一局 | 2003-2008 | 10.2 亿元 | 北京奥运会标志性建筑 |

资料来源：公司官网，兴业证券研究所

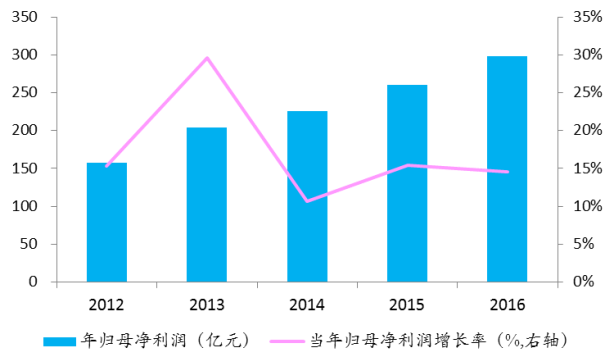
上市以来，公司营收复合增长率为 20.5%，归母净利润复合增长率 26.6%。2013 年之前是我国房地产发展的黄金时期，以房建和房地产为核心主业的中国建筑保持了 20% 以上的营收增速。随着近两年房地产行业增速放缓，公司营收增速下降到 10% 左右，归母净利润增速在 15% 左右。2016 年公司全年营收 9597 亿元，归母净利润 298.7 亿元。2017 年一季度公司营收 2348.27 亿元，归母净利润 70.83 亿元，分别同比增长 9.7% 和 11.03%。

图 1、公司近年来营业收入及增速



资料来源: Wind, 兴业证券研究所

图 2、公司近年来归母净利润及增速

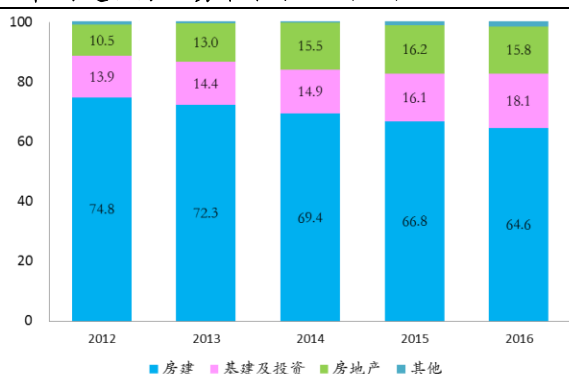


资料来源: Wind, 兴业证券研究所

1.2、房建和地产贡献核心业绩，基建崛起形成三大业务鼎立格局

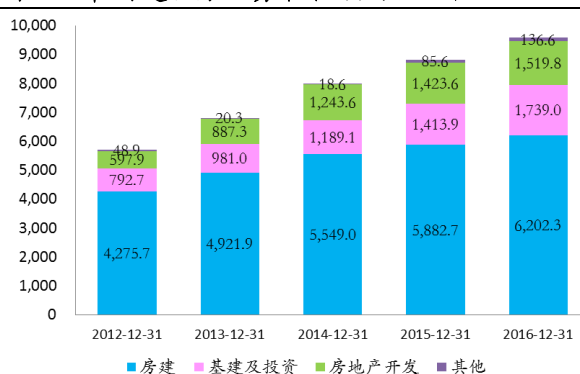
目前，房建业务、基建业务、地产业务是公司的主要收入来源，收入占比分别为64.4%、18.1%和15.8%，利润占比分别为40%、13.9%和41.2%。从营收占比看，房建业务占比从12年的74.8%持续下降至16年的64.6%，这也是公司面对增长趋缓的房建市场，主动缩减房建业务的结果。同时公司基建、投资类业务及房地产开发业务发展迅速，尤其是基建、投资类业务占比由12年的13.9%提升至16年的18.1%，超越房地产成为公司第二大主业，在政府持续推进PPP项目落地的情况下，基建将成为未来几年公司业务发展重点。

图 3、中国建筑分业务营收占比 (%)



资料来源：Wind，兴业证券研究所

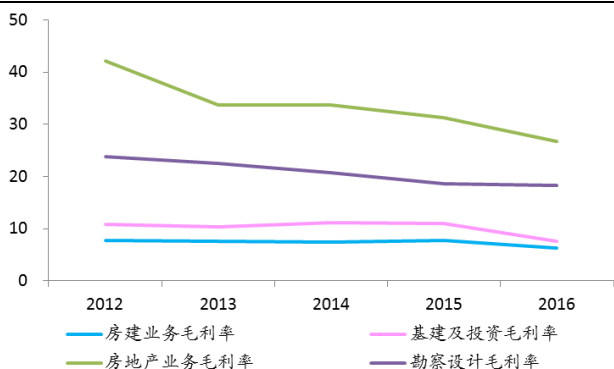
图 4、中国建筑分业务营收额 (亿元)



资料来源：Wind，兴业证券研究所

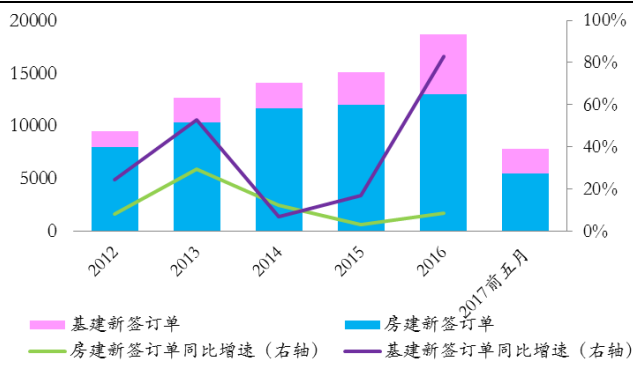
未来公司将业务结构转型作为“十三五”规划的首要任务，力争在“十三五”期末实现532的产业结构，即房建、基建、地产的业务占比分别达到50%、30%和20%。从新签订单情况来看，公司近年基建领域新签订单增速一直远远领先房建新签订单，基建新签订单占全部新签工程订单比例由12年的14.3%提升至16年的30.7%。可以预见，基建业务在未来公司营收中的占比将进一步提升，公司在向着532的产业结构目标坚实迈进。

图 5、中国建筑分业务毛利率 (%)



资料来源：Wind，兴业证券研究所

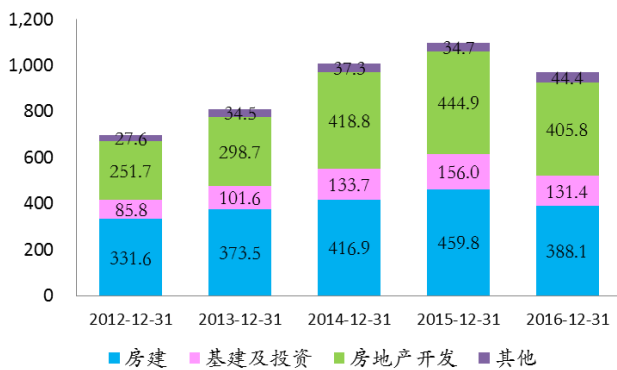
图 6、中国建筑近年新签订单行业结构 (亿元) 及增速



资料来源：Wind，兴业证券研究所

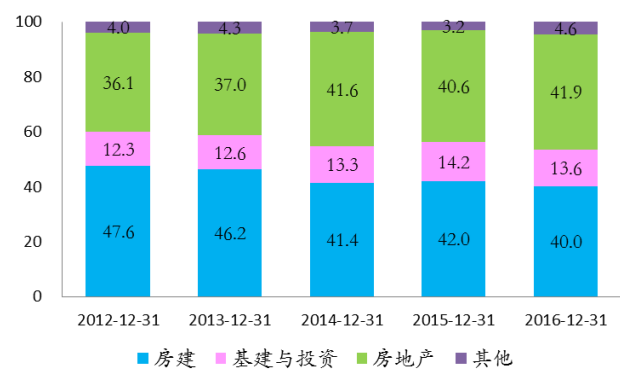
利润贡献方面，房建、地产平分秋色。公司房地产开发业务的毛利率显著高于房建和基建业务，因而毛利润贡献上房地产开发与房建业务相当。2016年，公司房建、基建和房地产三大业务的毛利率都出现下滑，主要是市场竞争日趋激烈，且2016年5月建筑业全面实现“营改增”，公司工程及地产业务的收入统计口径发生变化。公司工程业务中，基建投资业务的毛利率高于房建业务，在公司主动缩减房建业务、大力拓展基建业务的方针指引下，公司未来总体毛利率将有所提升。而且我们认为，随着PPP项目在公司基建投资业务的占比越来越高，PPP自带的高杠杆性也将显著提升公司基建业务的利润率水平。

图 7、中国建筑分业务毛利润额（亿元）



资料来源：Wind，兴业证券研究所

图 8、中国建筑分业务毛利润占比（%）



资料来源：Wind，兴业证券研究所

1.3、盈利能力行业领先，房建、基建、房地产市占率持续提升

我们通过对公司各分项业务的分拆，得到 2016 年公司房建和基建业务的 ROE 分别为 16.38% 和 13.17%，与建筑工程行业 109 家上市公司 ROE 对比，可排在 22 和 34 位，盈利能力显著好于绝大多数房建和基建企业。由于中海地产 2016 年收购了中信股份的房地产业务，且年中开始并表，所以房地产分项业务的 ROE 计算会有偏差。公司房建业务的利润率水平较低，但 ROE 却比较高，主要是房建项目资金周转较快，且杠杆率高。因而，市场上普遍认为公司作为大建筑央企，房建业务占比大，盈利能力和经营效率要低于民企，是存在一定偏见。

表 2、公司各分项业务 ROE 测算

| 分项目 | 房屋建筑工程 | 基础设施建设与投资 | 房地产开发与投资 | 设计勘察 | 其他 | 未分配 | 分部间抵消 | 合计 |
|--------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| 分部资产总额 | 4179 | 2629 | 4570 | 105 | 1929 | 1921 | -1412 | 13920 |
| 分部负债总额 | 3,248 | 2,125 | 2,414 | 53 | 1,543 | 3,014 | -1,388 | 11,010 |
| 分部净资产 | 931 | 504 | 2,156 | 52 | 386 | -1,093 | -24 | 2,910 |
| 占比 | 31.99% | 17.32% | 74.09% | 1.79% | 13.26% | -37.56% | -0.82% | 100% |
| 营业收入 | 6,202 | 1,739 | 1,520 | 734 | 1,921 | | -1,289 | 9,598 |
| 营业成本 | 5,814 | 1,608 | 1,114 | 600 | 1,552 | | 1,230 | 8,628 |
| 毛利润 | 388 | 131 | 405 | 13 | 37 | 0 | 6 | 981 |
| 利润总额 | 193 | 84 | 248 | 6 | 18.5 | -22 | -5 | 521 |
| 所得税 | | | | | | | | -109 |
| 所得税率 | | | | | | | | 21.00% |
| 所得税分配 | 40.53 | 17.64 | 52.08 | 1.16 | 3.89 | -4.62 | -1.05 | 109.62 |
| 净利润 | 152 | 66 | 196 | 4 | 15 | -17 | -4 | 412 |
| ROE | 16.38% | 13.17% | 9.09% | 8.36% | 3.79% | 1.59% | 16.46% | 14.16% |
| ROA | 3.65% | 2.52% | 4.29% | 4.14% | 0.76% | -0.90% | 0.28% | 2.96% |
| 毛利率 | 6.30% | 7.60% | 26.70% | 18.30% | 19.20% | 0.00% | 0.00% | 78.10% |
| 净利率 | 2.46% | 3.82% | 12.89% | 0.59% | 0.76% | | 0.31% | 4.29% |

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

表 3、行业内可比公司 ROE

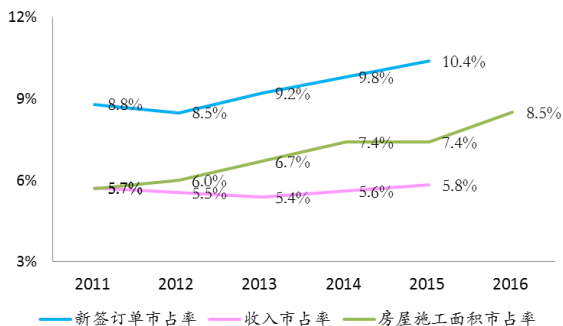
| 分项目 | 山东路桥 | 四川路桥 | 中国核建 | 中国铁建 | 中国交建 | 中国中铁 | 隧道股份 | 上海建工 | 葛洲坝 | 宁波建工 | 中国电建 | 中国中冶 | 龙元建设 |
|-----|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ROE | 12.13% | 11.49% | 10.70% | 9.75% | 9.16% | 9.08% | 8.86% | 8.55% | 7.73% | 7.48% | 7.28% | 6.13% | 4.43% |

资料来源：Wind，兴业证券研究所（注：为与上表统一计算口径，此处 ROE 取含少数股东权益的净利润/含少数股东权益净资产）

良好的盈利能力，打造公司竞争优势，房建、基建、房地产三大主业市占率持续提升。2011 年以来，公司房建业务新签订单、施工面积和营收市占率都呈稳定上扬趋势，16 年新签房建订单更是占全年房建行业新签订单的 10.4%。基建业务持续发力，2011-2015 年四年间公司基建业务新签订单和营收市占率几乎翻倍。房地产方面，我们对公司旗下中海地产、中海宏洋、中建地产业务房地产销售量和销售面积进行统计（暂不考虑公司权益占比，且部分数据采用统计局口径，目前只

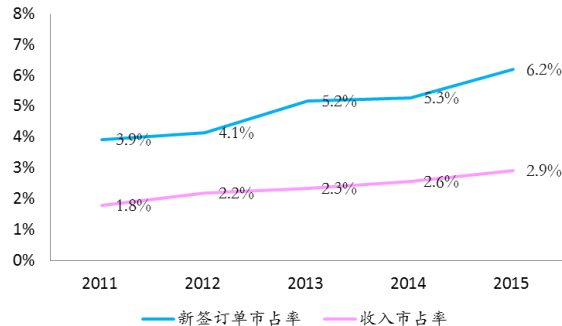
更新到 2015 年), 2011-2015 年房地产市占率也逐步提升, 但 2016 年房地产销售
额市占率略有下降。

图 9、中国建筑房建业务的市场占有率



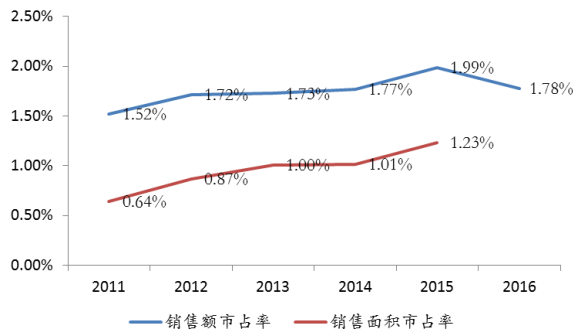
资料来源: Wind, 兴业证券研究所

图 10、中国建筑基建业务的市场占有率



资料来源: Wind, 兴业证券研究所

图 11、中国建筑房地产业务的市场占有率



资料来源: Wind, 兴业证券研究所

房建工程是建筑行业中资质和资金要求较低、施工工艺相对不复杂、企业数量最多的子行业, 公司能在激烈的竞争中实现市占率的提升, 足以说明公司强大的经营管理能力、优秀的业界口碑和良性的政府、开发商合作关系。因而在资质、资金和施工工艺要求高、存在行业进入壁垒的基建领域, 以及资金需求大、过往业绩及品牌影响力重要的房地产开发领域, 公司开疆扩土的优势将更加显著。我们看好公司保持国内房地产开发领军品牌的地位, 并发展为国内基建行业的新龙头。

1.4、公司组织架构及股权结构：实际控制人为中国建筑工程总公司

中国建筑工程总公司为公司的实际控制人，持有公司 56.26% 的股权。而 2016 年 10 月和 11 月，安邦资产“共赢 3 号集合资产管理产品”通过两次举牌持有了公司 10% 的股权，成为公司第二大股东。此外，公司无持股超过 5% 的股东。通过对安邦几次举牌时间的分析，我们估算安邦总体持仓的成本价在 8.08 元/股左右。

中国建筑实际流通股比例只有不到 34%，对应当前市值 976 亿元。公司第一大股东中国建筑工程总公司代表国资委持股，持股较为稳定。而根据公司 2016 年 11 月 26 日的公告，安邦资产仍计划于 12 个月内增持公司股票不低于 1 亿股，不超过 35 亿股。我们认为，安邦对中国建筑的举牌，主要是从长期财务投资的角度，因而安邦资产三支资管产品共计 11.05% 的持股短期内也不会被出售。公司实际流通性较大的股票比例只有不到 34%。

表 4、公司十大股东

| 排名 | 股东名称 | 持股数量(股) | 占总股本比例(%) |
|----|------------------------------------|----------------|-----------|
| 1 | 中国建筑工程总公司 | 16,879,068,569 | 56.2600 |
| 2 | 安邦资管-招商银行-安邦资产-共赢 3 号集合资产管理产品 | 3,000,000,009 | 10.0000 |
| 3 | 中央汇金资产管理有限责任公司 | 425,730,300 | 1.4200 |
| 4 | 香港中央结算有限公司(陆股通) | 208,051,053 | 0.6900 |
| 5 | 安邦资产-民生银行-安邦资产-盛世精选 3 号集合资产管理产品 | 199,143,303 | 0.6600 |
| 6 | 全国社保基金一零一组合 | 158,734,542 | 0.5300 |
| 7 | 国泰君安证券股份有限公司 | 129,687,599 | 0.4300 |
| 8 | 安邦资产-平安银行-安邦资产-共赢 2 号集合资产管理产品(第六期) | 118,102,155 | 0.3900 |
| 9 | 中国工商银行-上证 50 交易型开放式指数证券投资基金 | 106,707,020 | 0.3600 |
| 10 | 北京凤山投资有限责任公司 | 89,648,070 | 0.3000 |

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

公司组织架构比较复杂，主要业务单位有下属的八个工程局及新疆建工，中国海外集团有限公司及下属子公司，中建设计集团下的多家设计院，专业版块各分公司，财务公司和各海外公司等。其中全资子公司中国海外集团有限公司控股三个港股上市公司：中国海外发展有限公司（0068.HK）、中国建筑国际集团有限公司（3311.HK）和中海物业集团有限公司（2269.HK）等。

中国海外发展是公司最主要的房地产业务平台，是国内最有影响力的房地产品牌之一。2016 年中国海外发展的营收和净利润分别为 1425.66 亿人民币和 331.15 亿人民币，当前市值 2252 亿人民币。2016 年中国海外发展通过发行股票等方式收购中信股份房地产业务后，中国建筑对中国海外发展的持股比例有所下降，目前持有后者 50.42% 的股权。

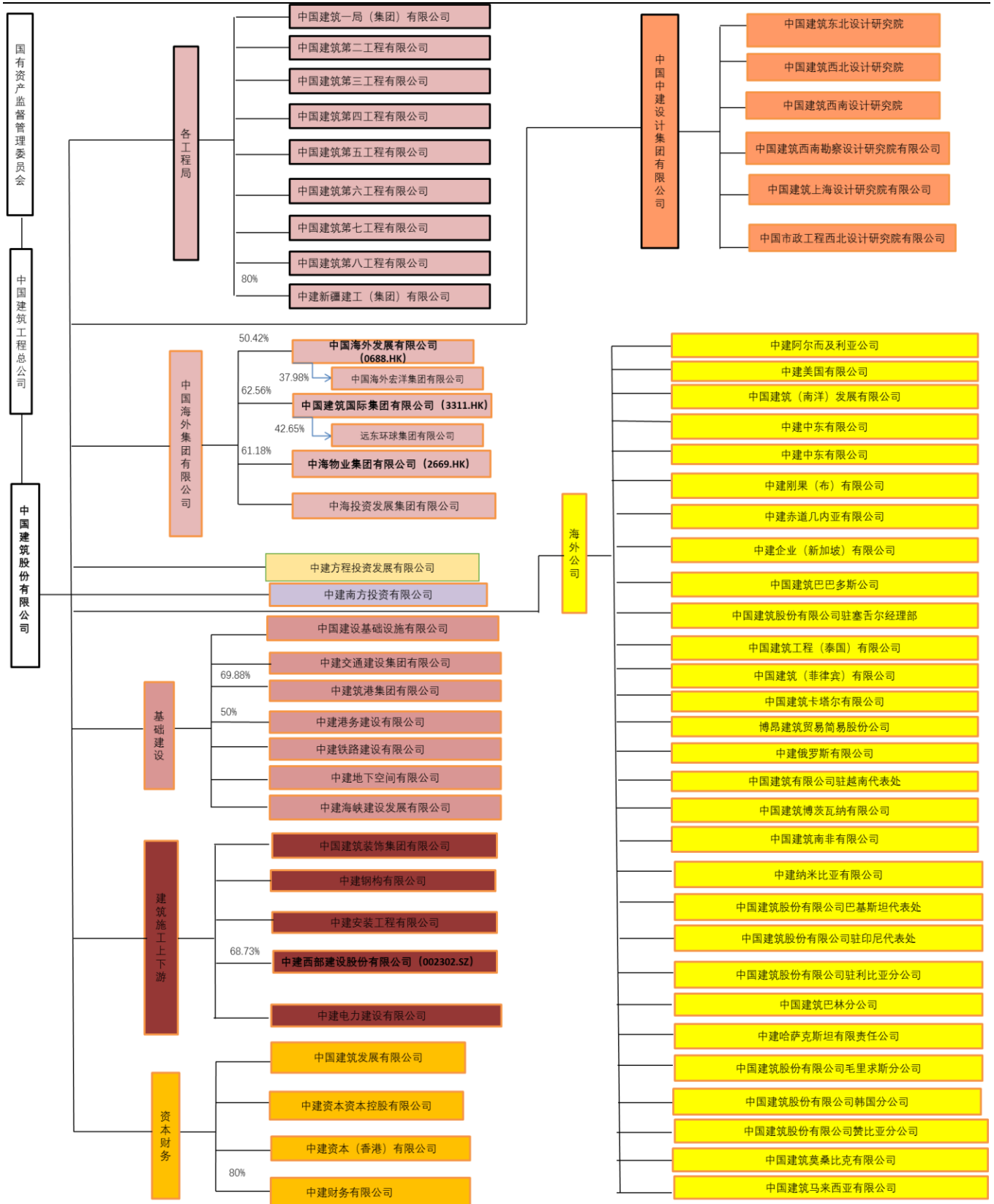
中国建筑国际是行业内唯一一家拥有“央企+外资”背景的建筑企业，是港澳地区建筑行业的龙头。近年中国建筑国际进军内地基建市场，主要做工程施工和投资业务。2016年中国建筑国际的营收和净利润分别为413.95亿人民币和45.89亿人民币，内地和香港市场营收分别占总营收的39%左右，而毛利润有67%来自于内地市场，主要因为内地项目以工程施工和投资类为主，利润率水平较高。当前中国建筑国际市值约493亿元人民币，公司对中国建筑国际的持股比例为62.56%。

表 5、中国建筑旗下两家港股上市公司市值

| 分项目 | 中国建筑权益比例 | 2016年净利润/亿元 | 2016年归属中国建筑的权益净利润/亿元 | 当前市值/亿元 | 中国建筑权益市值/亿元 | PE |
|------------------|----------|-------------|----------------------|---------|-------------|-------|
| 中国海外发展 (0688.HK) | 50.42% | 331.50 | 167.14 | 2252.00 | 1135.46 | 6.79 |
| 中国建筑国际 (3311.HK) | 62.56% | 45.89 | 28.71 | 493.00 | 308.42 | 10.74 |
| 合计 | | 377.39 | 195.85 | 2745.00 | 1443.88 | 7.37 |

资料来源：Wind，兴业证券研究所

图 12、公司组织架构



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

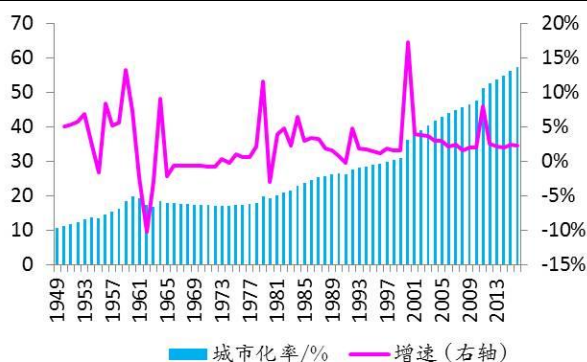
2、房建行业仍有增长空间，公司竞争优势明显市占率有望进一步提升

2.1、人口出生率降低，城市化进程放缓，房建需求增速放缓

一个国家房地产市场的发展与其城市化程度和人口结构息息相关。2000年之后，中国经历了一轮快速城市化的进程，也带动了房地产发展的“黄金十年”。2011年以后，中国城市化进程趋缓。根据国务院2014年公布《国家新型城镇化规划》，中国2020年要实现常住人口城镇化率60%的目标，而2016年全国城市化率已达57.35%，这意味着未来几年我国城市化率每年只需提升约1pct左右，城市化进程进一步放缓。

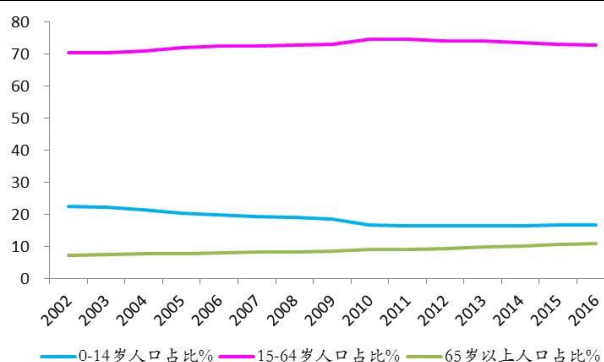
另一方面，我国人口结构中15-64岁人口占比在2010年达到峰值后出现回落。考虑到0-14岁儿童人口占比持续降低，老年人口比例已由2002年的7.3%上升至2016年的10.8%，且全国总人口增长明显放缓，未来购房人口的基本支撑因素逐渐变弱。

图 13、中国建国以来城市化率及增速



资料来源：Wind，兴业证券研究所

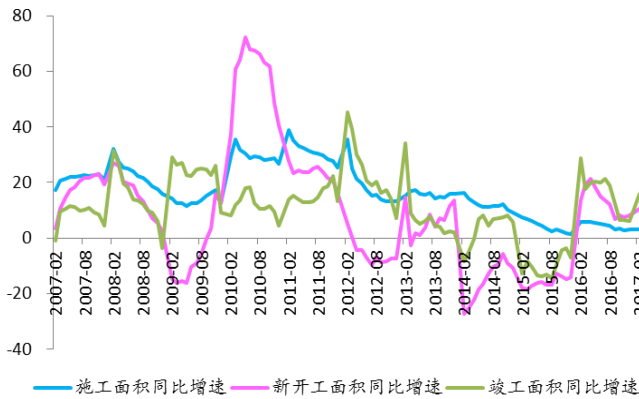
图 14、我国各年龄段人口占比变化



资料来源：Wind，兴业证券研究所

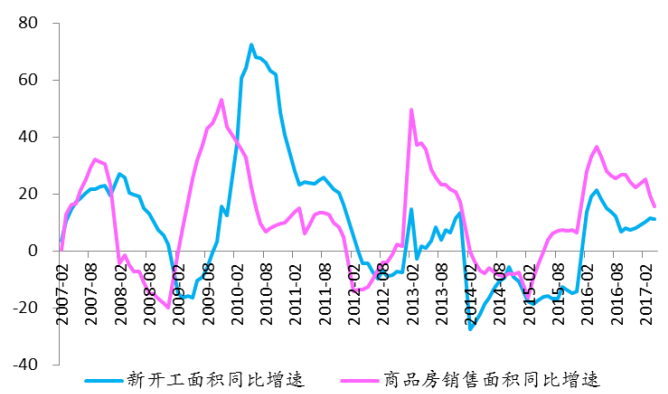
中短期看，2016年10月以来各城市纷纷出台限购限贷政策，精准抑制了房地产投资和改善性需求。由商品房销售面积增速和房屋新开工面积增速对比可见，商品房销售指标将给地产开发商以指引，进而对未来一段时间房屋新开工情况造成影响。目前商品房销售指标已转向下行，5月最新数据进一步下滑至14.7%，房屋新开工和竣工面积指标虽仍保持较高增长，但施工面积指标持续下行，房地产开发资金来源增速也有回落趋势。在购房人口基数缓慢下滑的大背景下，我们认为房屋建设行业受房地产下行影响，亦将承受较大压力。

图 15、近十年房屋施工、新开工、竣工面积同比增速 (%)



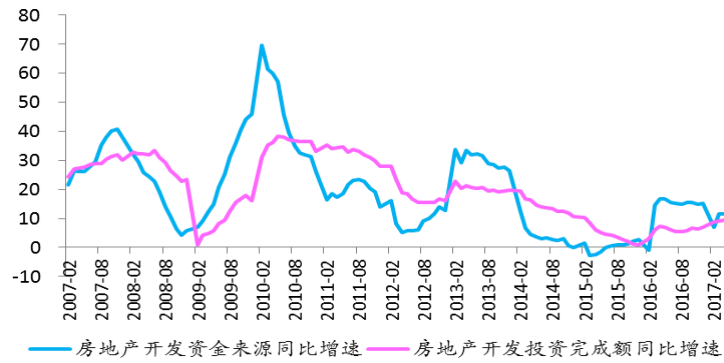
资料来源: Wind, 兴业证券研究所

图 16、近十年房屋新开工面积和商品房销售面积增速 (%)



资料来源: Wind, 兴业证券研究所

图 17、房地产投资资金及资金来源增速



资料来源: Wind, 兴业证券研究所

2.2、户籍城市化、旧房改造和人均住房面积改善带来未来增长空间

我们认为，未来房地产行业难现过去十余载高速发展的情况，但仍有一定增长空间。一方面，2016年我国以户籍人口口径统计的城市化率仅有41%左右，提升户籍人口城市化率是我国下一阶段推进城市化进程的主要任务。由于目前许多城市都出台了针对非户籍人口的限购限贷政策，非户籍人口的实际购房需求被抑制。另一方面，我国城镇居民人均住房面积相对较低。以日本为例，2015年日本人口密度为348.3人/平方公里，远远大于我国的146.1人/平方公里，但根据日本政府的统计数据，其城镇人均住房面积早在2000年就已达33.78平米，甚至高于我国2012年城镇人均32.91平米的水平（若我国以城镇常住人口口径统计则城镇人均住房面积会更低）。所以，我国人均住房面积也有改善空间。

根据统计局数据，我国2012年以户籍人口口径统计的城镇人均住宅面积为32.91平米，常住人口城市化率为52.6%，而户籍人口城市化率仅为35%。由此计算，2012年城镇存量住宅面积约为155.96亿平米。按城市住宅每年拆迁、折旧率1%来计，我们预估2016年底城镇住宅存量面积约182.29亿平米。

表 6、2016 年城镇住房存量面积测算

| | 住宅存量面积/亿平米 | 城镇住宅竣工面积/亿平米 | 住宅折旧面积/亿平米 |
|-------|------------|--------------|------------|
| 2012 | 155.96 | 7.90 | |
| 2013E | 163.86 | 7.87 | 1.56 |
| 2014E | 170.17 | 8.08 | 1.64 |
| 2015E | 176.61 | 7.38 | 1.70 |
| 2016E | 182.29 | 7.72 | 1.77 |

资料来源：兴业证券研究所

我们将城镇住宅长期需求分为由人口自然增长、城市化带来的城镇人口增加带来的需求、人均居住面积提升推动的需求和由旧房拆迁更新推动的需求三部分，做如下假设，测算未来房建行业的需求空间：

- 1) 人口自然增长、城市化带来的城镇人口增加推动的需求：假设2030年前我国人口年自然增长率为5%，常住人口城市化率达70%，2030年人口总数约10.36亿；
- 2) 人均居住面积提升推动的需求：考虑到城镇人均住房面积增速递减趋势，且2007-2012年年复合增速约2%，我们对至2030年以常住人口口径统计的城镇人均住房面积年复合增速分别假设为1%、1.5%和2%进行测算；
- 3) 旧房拆迁更新推动的需求：此处我们简化计算，取每年旧房拆迁面积为2016年和2030年存量住宅面积均值的1%。

表 7、至 2030 年我国城镇住房建设需求年复合增长率测算

| 时间 | 城镇住宅存量/亿平方米 | 总人口/亿 | 常住人口城市化率/% | 城市常住人口/亿 | 以常住人口统计的城镇人均住房面积/平方米 | 城镇均住宅年复合增长率 | 人口及人均住房面积增长带来需求/亿平方米 | 住宅折旧带来需求/亿平方米 | 合计新增需求/亿平方米 | 年复合增长率 |
|-------|-------------|-------|------------|----------|----------------------|-------------|----------------------|---------------|-------------|--------|
| 2016 | 182.29 | 13.68 | 57.35 | 7.85 | 23.24 | | | | | |
| 2030E | 276.70 | 14.8 | 70 | 10.36 | 26.71 | 1% | 94.41 | 32.13 | 126.53 | 2% |
| 2030E | 296.50 | 14.8 | 70 | 10.36 | 28.62 | 1.50% | 114.21 | 33.52 | 147.73 | 4% |
| 2030E | 317.62 | 14.8 | 70 | 10.36 | 30.66 | 2% | 135.33 | 34.99 | 170.32 | 6% |

数据来源：兴业证券研究所

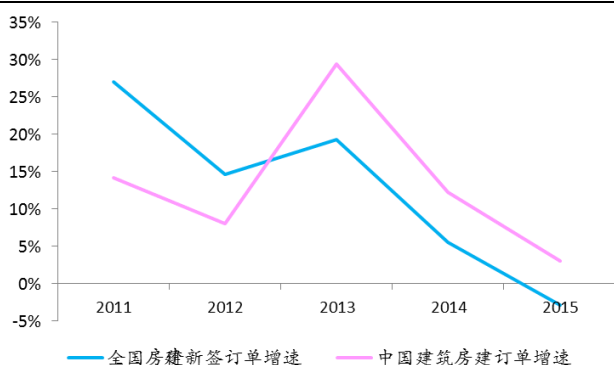
由表 7 可见，未来地产行业发展与城市化进程、政府对住宅用地开发的进度管控（一定程度影响人均住宅面积）、城市改造速度相关。即便在城镇人均住房面积保持年复合 2% 增长的乐观假设下，全国住宅建造面积的年复合增长率也只有 6% 左右，与 2006-2016 年增速相当。我们认为长期来看，未来城镇住宅的建设需求增速将在 2%-4% 区间，未来 3-5 年的复合增速会高于这一区间，随着时间推移增速不断放缓。

城市房建还包括商务楼、公共空间等建设需求。近年来住宅竣工面积占城市房屋总竣工面积的比例已逐步由 80% 下降至 70%。我们假设至 2030 年住宅竣工面积在全部房建竣工面积占比为 65%，则在住宅面积年增长率取 4% 的情况下，粗略估算 2017-2030 年新增房建竣工总面积约 227.27 亿平方米，年复合增长率 5.5%，相较 2006-2016 年 6.6% 的复合增长率增长趋缓。

2.3、公司房建业务以稳为主，行业龙头市占率有望进一步提升

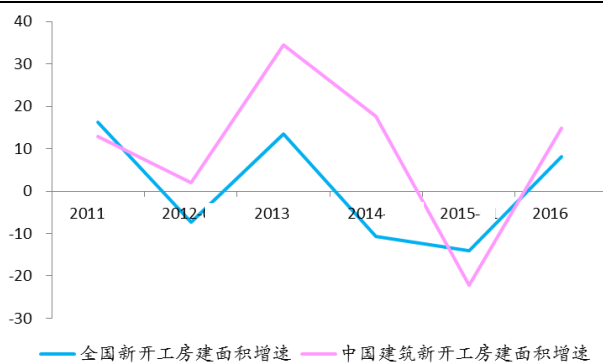
近几年，公司新签订单收入比都在 2 左右，未来房建营收有充足保障。公司房建新签单和新开工面积增速都高于行业整体水平，房建业务的市占率有望进一步提高。当前公司积极推进大客户战略，加强与各地政府、大型房地产商的合作，有利于公司在市场竞争中强化优势，占领更大市场。目前公司旗下的中海地产只有 20%-30% 的房地产开发相关工程由公司下属各工程公司中标施工，我们认为，未来中海地产或许能为公司带来更多地产开发的相关工程业务。

图 18、中国建筑新签房建订单增速与行业对比



资料来源：Wind，兴业证券研究所

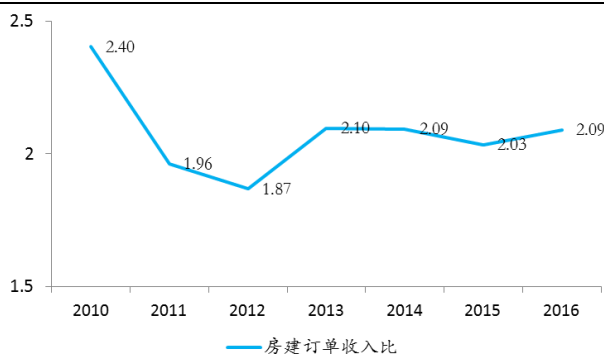
图 19、中国建筑新开工房建面积增速与行业对比



资料来源：Wind，兴业证券研究所

未来公司房建业务市占率提升趋势确定。假设未来 5 年房建行业整体营收保持 3%-5% 的增长，若公司房建收入市占率 5 年间提升 1pct.，则到 2021 年底公司房建业务的年复合增长率将为 6.2%-8.3%。

图 20、中国建筑房建业务新签订单与当年收入比



资料来源：Wind，兴业证券研究所

我们认为，未来房建市场仍有一定成长空间，公司作为行业龙头，市占率将持续提升，房建业务可保持稳健成长。

3、基建行业增长保持高位，PPP 助力公司成国内基建新龙头

3.1、对冲房建下行趋势，基建投资有望保持高位

由于国内基础设施建设一般由政府主导，在面临经济下行压力时，政府一般会采用加大基建投资的手段维持一定的经济增速，因而历史上基建投资和房建、制造业投资大体呈对冲关系。2012 年房建、制造业投资转向下行之后，基建投资增速回升，并在之后保持了 20% 以上的增速高位。从各地政府报告中公布的 2017 年基建投资计划来看，23 个省市合计计划基建投资额增长 12.6%。

鉴于固定资产投资资金来源增速不断下滑的趋势，我们预估 2017 年固定资产投资增速回落至 8% 左右。假设 2017 年房地产投资增速 2%-4%、制造业投资增速 4%-6%、其他投资增速 7%，可推测 2017 基建投资增速将大概率在 15% 以上，对应的基建投资增加额超 2.2 万亿元。

图 21、我国 2000 年以来固定资产投资增速和投资资金来源增速 (%)



资料来源：Wind、兴业证券研究所

表 8、2017 年基建投资测算

| | 2016 (万亿) | 2016 增速 | 2017 假设增速 1 | 2017 假设增速 2 | 2017 假设增速 3 | 2017 假设增速 4 |
|-------------|-----------|---------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 固定资产投资 | 59.65 | 8.10% | 8.00% | 8.00% | 8.00% | 8.00% |
| 2017 年 (万亿) | | | 64.42 | 64.42 | 64.42 | 64.42 |
| 制造业投资 | 18.78 | 4.20% | 4.00% | 4.00% | 6.00% | 6.00% |
| 2017 年 (万亿) | | | 19.53 | 19.53 | 19.91 | 19.91 |
| 房地产投资 | 13.53 | 6.80% | 5.00% | 7.00% | 5.00% | 7.00% |
| 2017 年 (万亿) | | | 14.21 | 14.48 | 14.21 | 14.48 |
| 基建投资 | 15.20 | 15.71% | 18.01% | 16.23% | 15.54% | 13.76% |
| 2017 年 (万亿) | | | 17.94 | 17.67 | 17.56 | 17.29 |
| 其他投资 | 12.14 | | 5.00% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 2017 年 (万亿) | | | 12.75 | 12.75 | 12.75 | 12.75 |

资料来源：兴业证券研究所

表 9、部分地方政府 2017 年基建投资预算

| | 2016 基建投资额 (万亿元) | 2016 年投资增 速 (%) | 2017 年计划 (万亿元) | 2017 年计划增速 (%) | 2017 年目标与 2016 年增速差 (%) |
|-----|---------------------|--------------------|-------------------|-------------------|----------------------------|
| 天津 | 1.28 | 8 | 1.4 | 10 | 2 |
| 河北 | 3.13 | 8.4 | 3.42 | 9 | 0.6 |
| 内蒙古 | 1.49 | 10.1 | 1.67 | 12 | 1.9 |
| 辽宁 | 0.64 | -63.5 | 0.72 | 12 | 75.5 |
| 江苏 | 4.94 | 7.5 | 5.31 | 7.5 | 0 |
| 安徽 | 2.66 | 11.7 | 2.96 | 11.5 | -0.2 |
| 福建 | 2.29 | 9.3 | 2.64 | 15 | 5.7 |
| 江西 | 1.94 | 14 | 2.2 | 13.5 | -0.5 |
| 河南 | 3.98 | 13.7 | 4.45 | 12 | -1.7 |
| 湖南 | 2.77 | 13.8 | 3.13 | 13 | -0.8 |
| 广东 | 3.29 | 10 | 3.79 | 15 | 5 |
| 广西 | 1.77 | 12.8 | 1.99 | 13 | 0.2 |
| 海南 | 0.37 | 11.7 | 0.41 | 10 | -1.7 |
| 重庆 | 1.59 | 12.1 | 1.75 | 10 | -2.1 |
| 四川 | 2.82 | 13.1 | 3.11 | 10 | -3.1 |
| 贵州 | 1.29 | 21.1 | 1.53 | 18 | -3.1 |
| 云南 | 1.57 | 19.8 | 1.82 | 16 | -3.8 |
| 西藏 | 0.16 | 23.2 | 0.19 | 20 | -3.2 |
| 陕西 | 2.05 | 12.3 | 2.25 | 10 | -2.3 |
| 甘肃 | 0.95 | 10.5 | 1.05 | 10 | -0.5 |
| 青海 | 0.35 | 9.9 | 0.38 | 10 | 0.1 |
| 宁夏 | 0.37 | 8.2 | 0.41 | 10 | 1.8 |
| 新疆 | 1 | -5.1 | 1.5 | 50 | 55.1 |
| 总计 | 42.7 | | 48.08 | 12.6 | |

数据来源：各地政府工作报告，兴业证券研究所

3.2、我国交通工程 and 城市公共服务建设仍存较大缺口

在我国的基建投资结构中，交通、能源和水利是三大投资方向，在国家发改委 2015 年批复的固定资产投资金额中分别占比为 58%、24% 和 18%，其中铁路、城市轨交和公路分别占交通投资的 50%、35% 和 18%。地方基建投资也以交通项目为主。我们认为未来我国基建发展的推动力仍来源于交通工程和城市公共服务方面的建设。

近年来，虽然我国交通基建领域取得了飞速发展，高铁总里程数位居世界第一，但在铁路和公路路网密度方面仍与发达国家存在一定差距。对比各国铁路密度，我国在路网加密，尤其是普通支线铁路建设方面仍有较大需求。“十三五”基建规划中提出，到 2020 年我国要实现铁路覆盖 80% 的县级行政区，高铁覆盖 90% 的地级行政区，新建里程约 2.3 万公里，总投资 3.5-3.8 万亿元。

表 10、各国铁路网密度对比

| | 美国 | 日本 | 德国 | 法国 | 英国 | 中国 |
|---------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 按面积计的铁路网密度 (km/万 km ²) | 248.2 | 530.5 | 948.2 | 544.5 | 674.6 | 129.17 |
| 按人口计的铁路网密度 (km/万人) | 7.40 | 1.60 | 4.10 | 4.60 | 2.60 | 0.90 |

资料来源：国际统计年鉴，兴业证券研究所（注：中国为 2016 年统计数据，其他各国为 2015 年统计数据）

公路方面，我国城市路网也存在级配不合理的问题，路网密度普遍低于 7 公里/平方公里，尤其是作为城市“毛细血管”的支路网，密度不足国家标准要求的 1/2。我国基建“十三五”规划中提出，到 2020 年我国城市建成区路网密度要达到 8 公里/平方公里以上。2015 年底我国城区面积为 191775.5 平方公里，则到 2020 年底五年间至少需新建城市道路 20 万公里，按每公里造价 300 万元，年平均投入要达 1200 亿元。

轨道交通建设方面，随着我国城市轨道交通审批权从国家发改委下放给省级政府，且申报发展城市轨道交通的城市人口要求也大幅下调，城市轨道交通的申报和审批门槛双双下降，“十三五”期间城市轨交建设规模空前。根据《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》，2016 年至 2018 年我国拟重点推进 103 个城市轨道交通项目的前期工作，新建城市轨道交通 2000 公里以上，涉及投资约 1.6 万亿元。根据已批复的建设规划，到 2020 年我国城市轨交规划里程将达 8500 公里，比 2015 年新增近 5000 公里，2016 年、2017 年分别新增 790 公里和 854 公里，远超“十二五”期间的年均新增 380 公里。

因而，交通工程是我国“十三五”期间将重点发展的基建领域。2016 年 5 月国家发展改革委、交通运输部联合印发了《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》，提出 2016 年至 2018 年的三年间，将重点推进铁路、公路、水路、机场、城市轨

道交通项目 303 项，涉及项目总投资约 4.7 万亿元，其中 2016 年计划投资 2.1 万亿，2017、2018 两年分别计划投资 1.3 万亿元，近两年交通基建投资稳定增长有充分保障。

表 11、2016 年 10-12 月国家层面审批的部分基建项目

| 类型 | 项目 | 里程 | 投资额 | 工期 |
|-----------------|-------------------------------|------------------|----------------------------------|----------------------|
| 京津冀地区 城际铁路网 | 1 北京至霸州铁路 | 78 公里 | | |
| | 2 北京至唐山铁路 | 149 公里 | | |
| | 3 北京至天津滨海新区铁路 | 98 公里 | | 2020 年与既有 |
| | 4 崇礼铁路 | 67 公里 | | 铁路共同连接 |
| | 5 廊坊至涿州城际铁路 | 65 公里 | | 区域所有低级 |
| | 6 首都机场至北京新机场城际铁路联络线 | 160 公里 | | 及以上城市，到 |
| | 7 环北京城际铁路廊坊至平谷段 | 88 公里 | | 2030 年基本形 |
| | 8 固安至保定城际铁路 | 106 公里 | | 成“四纵四横一 |
| | 9 北京至石家庄城际铁路 | 293 公里 | | 环”为骨架的城 |
| | 合计 | 1104 公里 | | 际铁路网络 |
| 铁路 | 中卫至兰州铁路（设车站 7 座，包括预留北湾站） | 218 公里 | 工程投资 286.51 亿元， 动车组购置费 11.7 亿 | 5 年 |
| | 朝阳至秦沈高铁凌海南站铁路（新设车站 3 座） | 104 公里 | 115.94 亿元 | 4 年 |
| | 赣州至深圳铁路（设车站 14 座，包括预留车站 2 座） | 432 公里 | 工程投资 607.9 亿元， 动车组购置费 33.4 亿 | 4 年 |
| | 北京至唐山铁路（设车站 8 座） | 148.7 公里 | 工程投资 423.5 亿元， 动车组购置费 25.5 亿 | 4 年 |
| | 张家界经吉首至怀化铁路（共设车站 8 座） | 246.6 公里 | 工程投资 355.4 亿元， 动车组购置费 27 亿元 | 5 年 |
| | 牡丹江至佳木斯铁路（设车站 9 座，包括预留站 1 座） | 375 公里 | 工程投资 367.7 亿元， 动车组购置费 18 亿元 | 4.5 年 |
| | 神木至瓦塘铁路红柳林至冯家川段（共设车站 7 座） | 84.4 公里 | 工程投资 86.36 亿元， 动车组购置费 1.14 亿 | 3 年 |
| | 连云港至徐州铁路（共设车站 6 座） | 180.4 公里 | 工程投资 255.8 亿元， 动车组购置费 25.9 亿 | 3.5 年 |
| | 新疆克拉玛依至塔城铁路铁厂沟至塔城段（共设车站 12 座） | 173.12 公里 | 工程投资 36.54 亿元， 动车组购置费 0.6 亿元 | 2.5 年 |
| | 贵阳至南宁铁路（共设车站 14 座） | 482 公里 | 工程投资 722.6 亿元， 动车组购置费 35 亿元 | 6 年 |
| 公路 | 甘肃省甜水堡经庆城至永和公路 | 295.54 公里 | 348.2 亿元 | |
| | 荣昌至泸州公路四川段 | 42 公里 | 37.63 亿元 | |
| | 云南省墨江至临沧公路 | 246.7 公里 | 350 亿元 | |
| | G8515 泸渝高速公路 | | 39 亿元 | |
| | 陕西省平利至镇坪（陕渝界）公路 | 85.3 公里 | 114.42 亿元 | |
| | 四川省九寨沟（甘川界）至绵阳公路 | 242.3 公里 | 410.09 亿元 | |
| 内蒙古自治区海拉尔至满洲里公路 | 188.9 公里 | 51.4 亿元 | | |
| 机场 | 四川达州民用机场 | | 18.84 亿元 | 2025 年完工 |
| | 大兴安岭鄂伦春民用机场 | | 4.54 亿元 | 2020 年完工 |
| | 河南安阳民用机场 | | 11.76 亿元 | 2025 年完工 |
| | 安徽芜湖宣城民用机场 | | 13.36 亿元 | 2025 年完工 |
| | 湖南湘西民用机场 | | 16.86 亿元 | 2025 年完工 |
| 轨交 及其他 | 厦门市城市轨道交通第二期建设规划 | 152.2 公里 | 1000.92 亿元 | 4 个项目，2022 年前全部完工 |
| | 乌鲁木齐市城市轨道交通第二期建设规划 | 41.8 公里 | 338.1 亿元 | 2021 年完工 |
| | 南京市城市轨道交通第二期建设规划 | 39.2 公里 | 277.78 亿元 | 4 个项目，2021 年前全部完工 |
| | 上海民航职业技术学院新校区 | 占地 550.3 亩 | 10.18 亿元 | |
| | 宁德三都港澳区域澳作业区 1 号泊位 | 年通过能力 1600 万吨 | 19.59 亿元 | |

资料来源：发改委网站等、兴业证券研究所

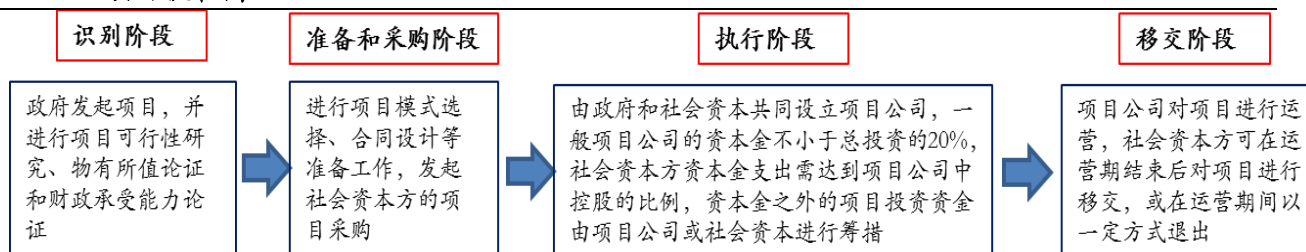
同时，由于我国之前的城市规划普遍存在“重地上，轻地下”的现象，对于城市地下工程，如给排水管网、燃气管道等统筹规划不足，近年来这种不注重城市“里子工程”建设的后果逐渐显现，汛期多个城市出现内涝，城市管网系统面临严峻考验。我国基建“十三五”规划中明确提出，2020年前要建设干线、支线地下综合管廊 8000 公里以上，全国城市道路综合管廊综合配建率力争达到 2% 左右，新区新建道路综合管网配件率达到 30%。以综合管廊为代表的城市综合服务建设仍有较大提升和改进空间。

3.3 PPP 模式将改变建筑行业竞争格局，资源向大建筑企业集中

● PPP 是未来政府推行基础设施建设的必然选择

长期以来，由于地方政府财权和事权的不对等，地方财政预算资金在城镇基建投入方面捉襟见肘。地方政府不得通过地方融资平台举债，造成地方政府债务高企。2014 年，国务院出台《关于加强地方政府性债务管理的意见》，为控制地方债务风险，对地方政府基建借债融资进行了规范和限制，地方政府基建资金筹措难度上升。在此背景下，国务院出台《关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》，旨在推动 PPP 模式，引进民间资本进入城市建设领域，将其作为地方政府债务能力受限后城市工程建设项目模式的新选择。

图 22、PPP 项目流程图



资料来源：兴业证券研究所

一般作为社会资本方的建筑公司一般同时承担项目施工总承包方的角色，对应的业主方是项目公司，而非之前的政府或地方融资平台。PPP 项目一般在落地时就要求初步融资资金到位，且有合理的后续资金到位规划，能够有效避免之前 BT 项目出现垫资或拖欠工程方工程款的现象，对改善建筑行业应收账款和坏账率高的沉痾有积极意义。

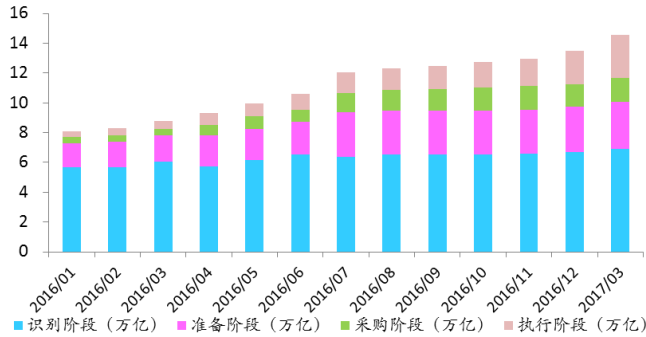
PPP 模式符合建筑行业“政策指引”和“资金流向”的基本逻辑：政策引导方面，PPP 模式平滑了政府财政支出，受政府力推，相关政策密集出台；在投资驱动方面，PPP 模式自带杠杆，提升了建筑企业拿单能力，改善了建筑企业现金流状况，能引导更多民间资本进入工程建设领域。我们认为，PPP 模式在工程建设领域的推进，将深刻改变建筑领域的竞争格局，有利于行业龙头对资源的整合。

● PPP 入库项目存量充足，落地率显著加快

进入财政部 PPP 项目库的项目，一般经过比较严格的论证，未来落地概率较大。根据财政部全国 PPP 综合信息平台项目库最新一期季报数据，截止 2017 年 3 月，PPP 入库项目共计 12,287 个，累计投资额 14.6 万亿元，其中已签约落地项目 1,729 个，投资额 2.9 万亿元，落地率（执行阶段项目数/除去识别阶段的入库项目数）达 34.5%，呈明显加速趋势。但从 PPP 项目签约率（执行阶段项目数/入库项目总

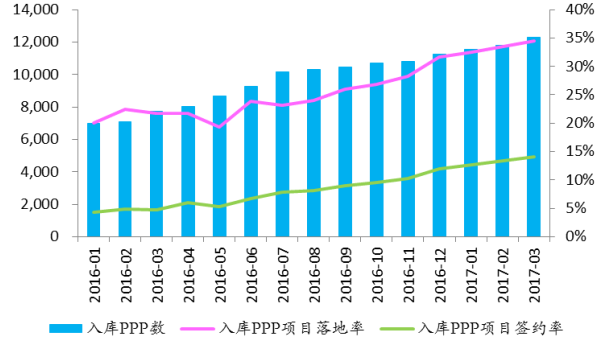
数)来看,至2013年3月还不足15%,多数入库PPP项目仍处识别阶段,未来将进入执行的存量项目金额仍较大。

图 23、2016 年来 PPP 入库项目各阶段分布



资料来源: Wind, 兴业证券研究所

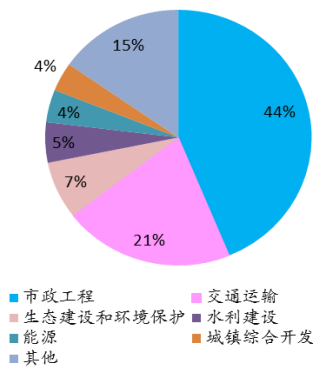
图 24、2016 年来 PPP 入库项目数及落地率变化



资料来源: Wind, 兴业证券研究所

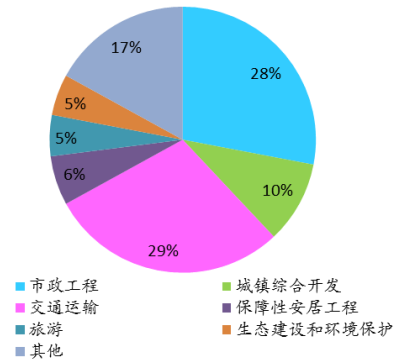
从行业分布看,入库的市政和交通类订单占比最多,合计占全部入库项目数量的65%,占总投资额的57%,也反映出我国市政工程和交通运输方面建设需求仍较旺盛。

图 25、入库 PPP 项目行业分布 (按项目数量)



资料来源: Wind, 兴业证券研究所

图 26、入库 PPP 项目行业分布 (按投资额)



资料来源: Wind, 兴业证券研究所

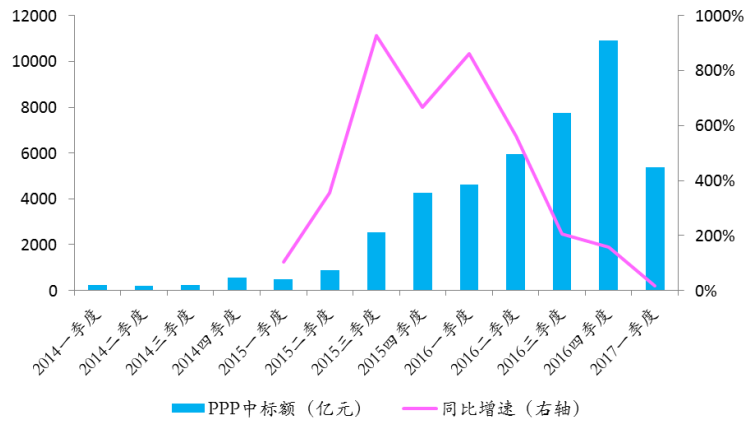
全国范围来看,截至2017年5月,国家PPP项目库及各地方库共公布PPP项目中标额4.9万亿,每月中标额呈明显增加趋势。每年一季度是PPP落地的低谷。今年增速回落明显,但仍然有16%的增长。今年4-5月已签单5785.9亿元,与去年二季度全季5940.8亿元中标额相近,二季度PPP落地情况将回升,预计同比增速在50%以上。

图 27、全国范围 PPP 中标项目金额



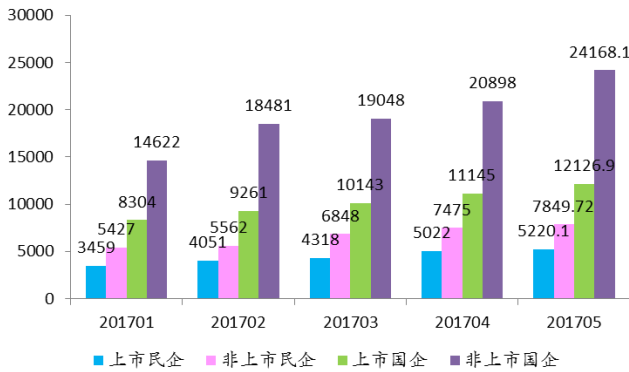
资料来源：全国及各地方 PPP 项目库，兴业证券研究所

图 28、全国范围 PPP 中标项目季度金额及增速



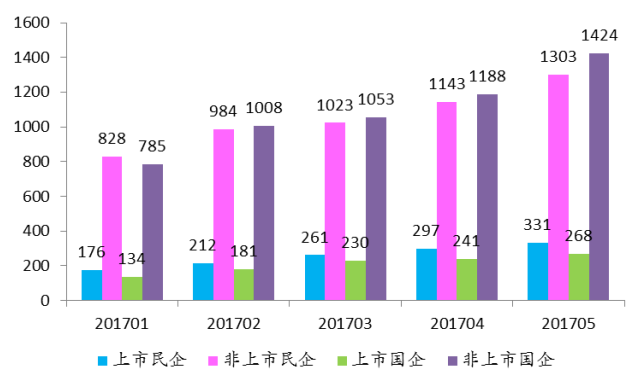
资料来源：全国及各地方 PPP 项目库，兴业证券研究所

图 29、各类企业 PPP 中标额 (201705)



资料来源：全国及各地方 PPP 项目库，兴业证券研究所

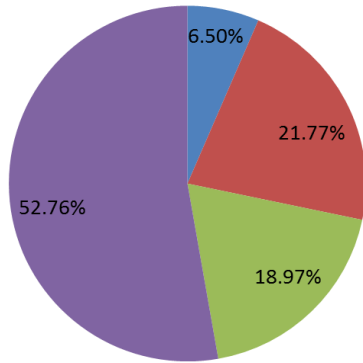
图 30、各类企业 PPP 中标数量 (201705)



资料来源：全国及各地方 PPP 项目库，兴业证券研究所

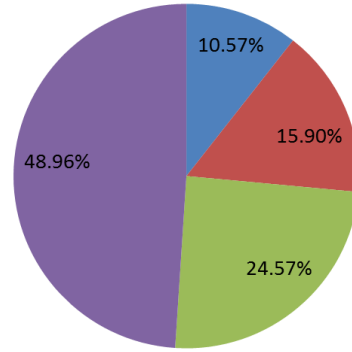
图 31、各类企业 PPP 中标额占比 (201512)

图 32、各类企业 PPP 中标额占比 (201705)



■ 上市民企 ■ 非上市民企 ■ 上市国企 ■ 非上市国企

资料来源：全国及各地方 PPP 项目库，兴业证券研究所



■ 上市民企 ■ 非上市民企 ■ 上市国企 ■ 非上市国企

资料来源：全国及各地方 PPP 项目库，兴业证券研究所

与 15 年底相比，上市企业的中标金额占比明显增多。考虑到统计口径中上市公司旗下子公司数据计入了未上市公司数据中，实际上市公司占比还会更高，反映出 PPP 模式的推行促进了订单向有实力的建筑上市的集中。

● **PPP 项目招投标门槛较高，资金、资质共同打造建筑央企竞争优势**

PPP 模式要求企业对建设全生命周期进行整合，将之前传统的切分式分包工程集成为一个项目，单个项目的体量和资金要求更大，并且对建筑企业的资质、融资能力、政府资源、全项目周期管理能力都提出了更高的要求，将更有利于加速建筑行业市场集中度提升的进程，推进拥有资质和资金实力的行业龙头对行业资源整合。

以中国建筑为例，截止 2016 年底公司共签 PPP 订单 135 个，累计投资额 5214 亿元，平均单个工程订单额为 38.8 亿元。PPP 项目的招投标资格预审阶段对于投标方有非常高的要求，30 亿投资的项目，对投标方净资产要求一般在 25 亿元以上，甚至有的达到 80 亿元，且对过往工程业绩、银行授信等有非常严格的限定。

表 12、部分 PPP 项目的招标文件中对投标方财力、业绩、银行授信情况的规定

| 项目 | 投标截止日 | 财力要求 | 过往业绩要求 | 银行授信要求 |
|----------------------|----------|--|---|---|
| 长沙市地下综合管廊试点建设 PPP 项目 | 20160129 | 截止 2014 年 12 月 31 日，企业净资产不低于 30 亿元人民币 | 2010 年 1 月 1 日以来，至少具有投资、建设和运营（以上三种经验至少具备两种）以下一项业绩：城市地下综合管廊工程（同一城市累计综合管廊长度不少于 5 公里）、城市隧道工程（单项合同中隧道工程投资额不少于 2 亿元）、地铁工程（单项合同金额不少于 10 亿元）项目 | 银行信用评级为 AAA 级 |
| 西安市幸福林带建设工程 PPP 项目 | 20161217 | 近三年（2013 年、2014 年、2015 年），独立供应商或联合供应商平均净资产不低于人民币 150 亿元（联合供应商牵头人平均净资产不低于人民币 80 亿元） | 独立供应商或联合供应商牵头人需具有单项工程 20 亿元及以上地下空间工程建设或投资业绩（综合管廊或地下综合交通枢纽或地下车库等），市政道路工程建设或投资业绩 | 独立供应商或联合供应商应具有较好的融资能力，银行授信不低于人民币 400 亿元 |

| | | | |
|-------------------------------|----------|---------------------|------------------------------------|
| 河南三门峡国道310洛三界至豫陕界段南移新建工程PPP项目 | 20170214 | 总资产不少于90亿,净资产不少于25亿 | 需提供银行或其他金融机构关于该项目不低于85亿元的贷款意向书或承诺函 |
|-------------------------------|----------|---------------------|------------------------------------|

资料来源: 各地招标投标网站, 兴业证券研究所

从A股建筑行业109家上市公司最新公布的财报来看, 净资产在25亿元以上的只有46家, 净资产80亿元以上的更是只有14家。上市建筑企业是我国建筑行业中的佼佼者, 拥有良好的融资能力和渠道, 基本可以代表中国建筑行业最强的力量。我们认为, PPP项目招投标工程中对过往业绩的要求, 会将一部分准备从其他建设领域转型基建的企业拒之门外, 而对财力等指标的限定, 使得大部分PPP项目, 尤其是金额在30亿元以上的项目成为了少数上市公司, 尤其是大建筑国企的盛宴。

根据我们对财政部当前12700个入库项目的统计, 项目金额在30亿元以上的有1113个, 其中50亿以上项目624个, 100亿以上项目252个, 以交通工程、园区开发、棚户区改造、地下管廊、特色小镇等项目为主。

现在国家虽然在积极出台政策, 让PPP回归推动社会资本参与市政基础建设的本意, 但一个30亿项目, 即便资本金占比最低20%, 社会资本方资本金出资占比90%, 则社会资本方在项目初始也必须投入自有资金5.4亿元, 这对一般上市公司都是一笔不小的开支。因而在PPP模式推广之后, PPP项目大单基本将被国企和央企垄断, 一般建筑上市公司会选择项目金额20亿以下的如市政园林、生态处理等项目, 而在之前项目分包制下靠拿小标段建设工程为继的小施工企业, 则面临被淘汰, 或者依附于大建筑集团, 成为它们旗下的施工工程分包商的局面。PPP将推动我国建筑行业结构分化, 造就“恒者恒强”的局面。

我们梳理了2017年前5月全国及各地各月PPP项目十大中标社会资本方, 中国建筑及其下属子公司每月都榜上有名, 是名副其实的PPP基建龙头之一。

表 13、全国月度PPP签约十大社会资本方

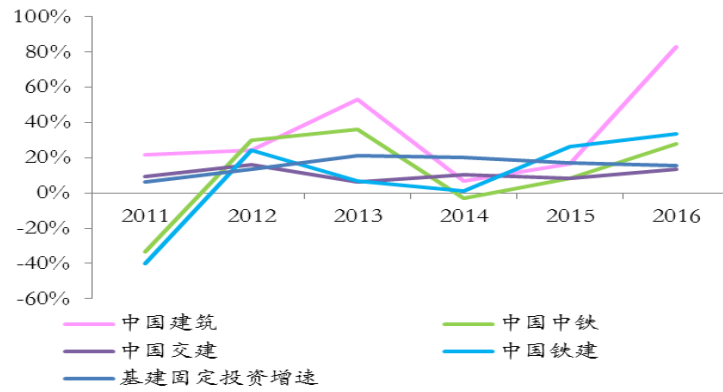
| | 社会资本 | 中标金额/亿元 | 企业性质 | 是否上市 |
|---------------|---------------------|---------|------|------|
| 201705 | | | | |
| 1 | 中国中车 | 228.19 | 国企 | 上市 |
| 2 | 中国铁建 | 202.12 | 国企 | 上市 |
| 3 | 北控水务投资 | 200.59 | 国企 | 非上市 |
| 4 | 云南公路开发投资有限责任公司 | 126.15 | 国企 | 非上市 |
| 5 | 香港铁路有限公司 | 109 | 外企 | 上市 |
| 6 | 中建新疆建工 | 91.38 | 国企 | 非上市 |
| 7 | 广州番禺建设管理公司 | 90.95 | 民企 | 非上市 |
| 8 | 中交投资 | 85.23 | 国企 | 非上市 |
| 9 | 中建三局 | 80 | 国企 | 非上市 |
| 10 | 中建交通建设集团有限公司 | 76.12 | 国企 | 非上市 |
| 201704 | | | | |

| | | | | |
|---------------|----------------|--------|----|-----|
| 1 | 华夏幸福 | 400.82 | 民营 | 上市 |
| 2 | 云南公路开发投资有限责任公司 | 220.23 | 国企 | 非上市 |
| 3 | 云南建工 | 210.83 | 国企 | 非上市 |
| 4 | 中国水利水电第四工程局 | 189.9 | 国企 | 非上市 |
| 5 | 中国建筑 | 123.54 | 国企 | 上市 |
| 6 | 中交第四公路局 | 81.83 | 国企 | 非上市 |
| 7 | 东方园林 | 79.78 | 民企 | 上市 |
| 8 | 中建国际投资 | 73.26 | 国企 | 非上市 |
| 9 | 五矿二十三冶 | 69.28 | 国企 | 非上市 |
| 10 | 福建隆恩建设 | 68.65 | 民企 | 非上市 |
| 201703 | | | | |
| 1 | 中国建筑 | 141.35 | 国企 | 上市 |
| 2 | 云南建设投资控股 | 131.89 | 国企 | 非上市 |
| 3 | 华夏幸福 | 130 | 民企 | 上市 |
| 4 | 中建方程 | 128.61 | 国企 | 非上市 |
| 5 | 上海建工 | 118.94 | 国企 | 上市 |
| 6 | 中铁十二局 | 64.56 | 国企 | 非上市 |
| 7 | 葛洲坝 | 63.27 | 国企 | 上市 |
| 8 | 中车长春轨道客车股份有限公司 | 50.93 | 国企 | 非上市 |
| 9 | 吉林节水灌溉发展股份有限公司 | 49 | 国企 | 上市 |
| 10 | 棕榈股份 | 45.9 | 民企 | 上市 |
| 201702 | | | | |
| 1 | 招商银行 | 135.84 | 国企 | 上市 |
| 2 | 中铁交通投资 | 111.87 | 国企 | 非上市 |
| 3 | 上海宝冶集团 | 79.33 | 国企 | 非上市 |
| 4 | 中铁二十二局 | 61.38 | 国企 | 非上市 |
| 5 | 中国十七冶集团 | 53.62 | 国企 | 非上市 |
| 6 | 中国建筑 | 44.81 | 国企 | 上市 |
| 7 | 驻马店公路工程开发有限公司 | 29.21 | 国企 | 非上市 |
| 8 | 广业环保产业集团 | 27.84 | 国企 | 非上市 |
| 9 | 吉林市政 | 27.55 | 国企 | 非上市 |
| 10 | 中冶建工 | 26 | 国企 | 非上市 |
| 201701 | | | | |
| 1 | 中国建筑 | 135.84 | 国企 | 上市 |
| 2 | 广西路桥 | 130.85 | 国企 | 非上市 |
| 3 | 中国铁建投资 | 102.51 | 国企 | 非上市 |
| 4 | 碧桂园 | 61.38 | 国企 | 非上市 |
| 5 | 中交第一公路局 | 53.62 | 国企 | 非上市 |
| 6 | 河南水利投资 | 52.91 | 国企 | 非上市 |
| 7 | 中国十九冶 | 47.3 | 国企 | 非上市 |
| 8 | 云南建设投资控股 | 45.82 | 国企 | 非上市 |
| 9 | 葛洲坝 | 43.1 | 国企 | 上市 |
| 10 | 中铁四局 | 41.86 | 国企 | 非上市 |

数据资料：公司公告，兴业证券研究所（注：此处统计，将上市公司子公司列为非上市口径）

通过中国建筑、中国交建、中国铁建、中国中铁的基建业务近年签单增速与基建固定资产投资增速对比，我们发现在 PPP 加速落地的 2016 年，各大央企的基建签单增长快于基建行业整体投资增速，基建行业集中度提升在进行时。

图 33、四大建筑央企基建签单增速与基建固定资产投资增速对比



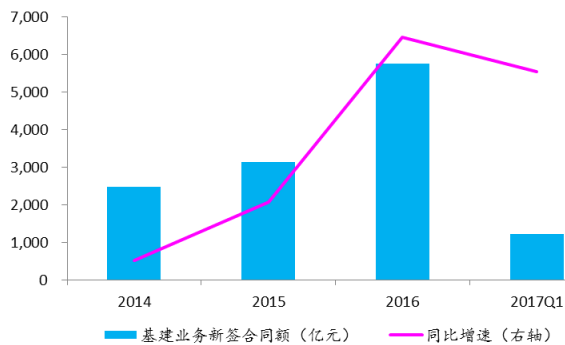
资料来源: Wind, 兴业证券研究所

3.4 基建业务拓展势头强劲，打造公司“新增长极”

我们预计，要实现公司 532 业务结构调整规划，2017-2020 年公司基建业务复合增长率要达到 24.77%，在三大主业中目标增速最高，任务艰巨。可见，基建业务的顺利拓展是公司能否实现结构转型目标的重中之重。

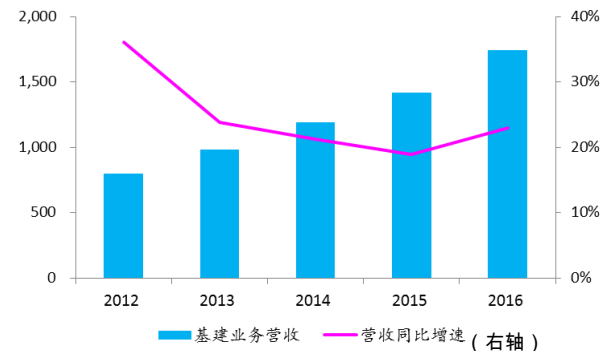
近年来，公司基建业务保持了 20% 以上的高增长，带动基建业务营收增速也在 20% 以上，而同期全国基建行业整体新签订单和营收的年复合增速都不到 10%。2016 年公司新签基建订单更是达到 5748 亿元，同比增长 83.1%，是当年基建业务营收的 3.3 倍，足以保证公司未来几年基建业务的高增长。2016 年，公司与 18 家单位新签署战略合作协议，包括 8 个省级政府、3 个较大城市以及中国中车、中国电科、中国通号等中央企业，旨在城市综合建设、房地产开发、基础设施建设方面展开全面合作。目前公司战略合作伙伴达 141 家，是公司未来潜在的巨大项目源。

图 34、中国建筑基建业务签单额及增速



资料来源：Wind、兴业证券研究所

图 35、中国建筑基建业务营收及增速

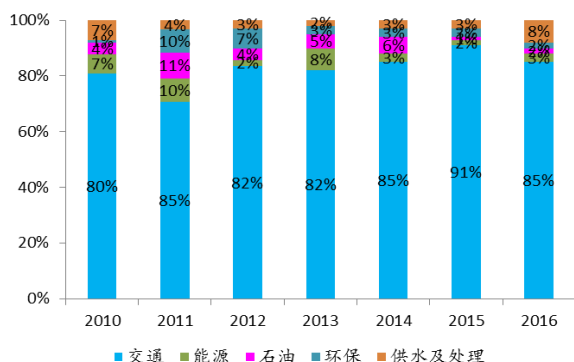


资料来源：Wind、兴业证券研究所

● 以交通工程为突破口打开基建市场，综合管廊市占率全国第一

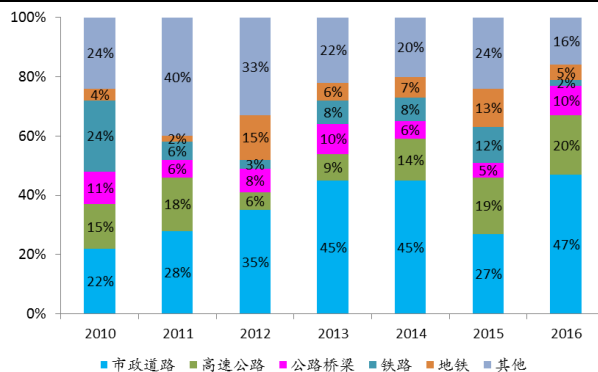
从公司基建合同构成来看，交通工程仍占较大比例。交通工程项目在入库 PPP 项目总投资额中占比 29%，且多是金额较大的订单。在高速公路和省级以上公路建设领域，中国交建是市占率最高、实力最强的龙头企业，而公司则从一般市政道路建设领域为突破口，逐渐向高速公路和城市轨道交通领域渗透，市政公路和高速公路订单占比稳定提升。

图 36、公司基建合同构成



资料来源：公司业绩推介材料、兴业证券研究所

图 37、公司交通工程合同构成



资料来源：公司业绩推介材料、兴业证券研究所

同时，公司在管廊建设领域独占鳌头，管廊建设也是未来公司重点拓展领域之一。截止 2016 年底，全集团共获取综合管廊项目 20 个，项目里程超 800 公里，其中在中央财政支持的地下综合管廊试点城市获取并投资 8 个项目，管廊里程 237 公里，市场占有率超 4 成。李克强总理在 2017 年《政府工作报告》中指出，2017 年我国将新建地下综合管廊 2000 公里，而目前我国建成的地下管廊仅有 75.41 公里。根据住建部的测算，按 50 年和 100 年使用期设计的综合管廊，每公里投资额约分别为 1.6 亿元和 2 亿元。这也意味着，仅 2017 年全国地下综合管廊的建设投资就至少在 3200 亿元，公司有望获得千亿以上的订单。

● PPP 拿单额占同期落地项目的 23%，“强者恒强”格局初显

PPP 项目模式的推广为公司进军基建领域提供了难得的历史机遇。截至 2016 年底，公司累计获取 PPP 投资项目 135 个，总投资额 5,214 亿元，基本为入财政部库的项目，且单个订单额多在 20 亿元以上。公司获取项目个数和计划总投资额分别占同期财政部入库落地项目总量的 11% 和 23%，“恒者恒强”的格局初步体现。

2017 年全国 PPP 项目落地的规模会有所扩大，预计规模在 1.8 万亿以上，如果公司保持 23% 的落地 PPP 项目占有率，则有望在 17 年拿到 4140 亿元的 PPP 订单，再加上非 PPP 类基建项目签单，今年基建签单有望超 2016 年，成为公司 2020 年实现基建收入占比 30% 目标的坚实保障。

表 14、中国建筑 2016 年来重大 PPP 项目表

| 时间 | 项目获得单位 | PPP 项目名称 | 项目金额 (亿元) |
|------------|--|--------------------------------------|-----------|
| 2017/5/27 | 中国建筑股份有限公司 | 山东淄博齐鲁化工区金山产业园基础设施建设 PPP 项目 | 22 |
| 2017/5/27 | 中国建筑第六工程局 | 河南三门峡国道 310 洛三界至豫陕界段南移新建工程 PPP 项目 | 30.9 |
| 2017/5/27 | 中国建筑一局(集团) | 陕西西安幸福林带建设工程 PPP 项目 | 30 |
| 2017/5/27 | 中国建筑第五工程局 | 湖南长沙黄花综合保税区(首期) PPP 项目 | 21.2 |
| 2017/5/27 | 中国建筑第五工程局 | 湖南长沙黄花综合保税区(首期) PPP 项目 | 21.2 |
| 2017/5/27 | 中国建筑第二工程局 | 内蒙古赤峰中环路快速化改造工程 PPP 项目 | 77 |
| 2017/5/27 | 中国建筑第三工程局 | 湖北黄石大冶湖生态核心区地下综合管廊 PPP 项目 | 27.2 |
| 2016/11/29 | 中国建筑第八工程局 | 陕西西安地下综合管廊建设 PPP 项目 I 标段 | 30.1 |
| 2016/11/29 | 中国建筑股份有限公司 | 山东青岛市民健身中心 PPP 项目 | 20.6 |
| 2016/11/29 | 中国建筑第五工程局 | 湖南张家界机场第二通道及杨家界大道 PPP 项目 | 20.6 |
| 2016/10/25 | 中国建筑股份有限公司 | 广东深汕特别合作区小漠国际物流港(一期)陆域形成及配套路网 PPP 项目 | 41.5 |
| 2016/10/25 | 中国建筑第八工程局 | 山东淄博齐鲁化工区金山产业园基础设施建设 PPP 项目 | 27.8 |
| 2016/9/28 | 中国建筑股份有限公司 | 湖南长沙地下管廊 PPP 项目 | 29.9 |
| 2016/9/28 | 中国建筑一局(集团) | 福建漳州南江滨路工程 PPP 项目 | 24.1 |
| 2016/8/27 | 中国建筑股份有限公司 | 河北石家高速公路 PPP 项目 | 116 |
| 2016/8/27 | 中国建筑第六工程局 | 吉林通化地下综合管廊及道路改造 PPP 项目 | 73.4 |
| 2016/8/27 | 中建新疆建工(集团)有限公司 | 新疆石河子市地下综合管廊 PPP 项目 | 24 |
| 2016/7/25 | 中建钢结构有限责任公司 | 河北石家庄国际展览中心 PPP 项目 | 30 |
| 2016/7/25 | 中国建筑第六工程局 | 辽宁沈阳市地下综合管廊(南运河段) PPP 项目 | 35.6 |
| 2016/5/24 | 中国建筑第五工程局 | 湖南宁乡“十三五”国省干线公路及部分市政道路建设运营维护 PPP 项目 | 50 |
| 2016/4/26 | 中国建筑股份有限公司 | 湖北十堰地下综合管廊 PPP 项目 | 28.1 |
| 2016/3/23 | 中国建筑股份有限公司、中国建筑第四工程局、中国建筑国际(03311.HK)联合体 | 贵州省正安至习水高速公路 PPP 项目 | 153 |
| 2016/2/25 | 中国建筑股份有限公司 | 湖南长沙县城区扩容提质基础设施 PPP 项目 | 25.6 |
| 2016/1/26 | 中国建筑第五工程局 | 重庆巴南区龙洲湾隧道 PPP 项目 | 26.3 |
| 2016/1/5 | 合计 | 上海市新浦区综合开发项目 | 120 |
| | | | 1106.1 |

数据资料: 公司公告, 兴业证券研究所

● 近期 PPP 政策利好大型建筑企业, 利率上行周期公司融资优势更凸显

2017 年 5 月, 财政部、发展改革委、司法部、人民银行、银监会、证监会共同印发《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》, 6 月财政部再度发文《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》, 直指地方假借政府购买服务变相举债问题。我们之前的调研中了解到, 现在有些地方的 PPP 项目并不规范, 还是变相的政府购买服务的模式。这两个文件的下发, 对于规范 PPP 项目的运作流程有很大帮助, 而越是规范的 PPP 项目, 越是有利于资金和资质力量雄厚的建筑央企通过竞标的方式获得。

另外我们也了解到, 近期随着资金面的收紧, PPP 项目的实际融资利率也有所上

升，对于 PPP 项目的收益也将产生一定的影响。而公司 2016 年末账面货币资金 3208.6 亿元，创历史新高，17 年一季度货币资金 2529.11 亿元，雄厚的资金实力使得公司不惧流动性收紧可能会对 PPP 落地进度产生的影响，更有利于公司在当下的 PPP 争夺战中胜出。

未来公司基建业务市占率提升趋势确定。假设未来 3-5 年我国基建投资仍保持每年 15% 的增长，若公司基建业务的市占率 5 年间提升 1.5pct.，则至 2021 年，公司基建业务的年复合增长率可达 24.2%。

我们认为，未来基建行业仍将保持较快增速，公司抓住 PPP 项目推行的历史时机，加速提升在基建市场的占有率，将成长为国内基建领域的新龙头。

4、浪淘天地，携风远游，“一带一路”开辟海外建筑市场

4.1、“一带一路”沿线国家年基建投资需求超1万亿美元，市场潜力巨大

国内经济经过数十年的发展，社会固定资产投资需求日渐萎缩。从国外建筑企业的发展历程来看，当国内建设市场增速趋缓时，走出海外是必然的选择。当前，国内建筑企业一方面要加快对行业内的资源整合，另一方面也要积极开拓新的海外增量建筑市场。

2013 年底，习近平总书记访问哈萨克斯坦时首次提出共同建设丝绸之路经济带，“一带一路”构想逐渐成型。“一带一路”战略涉及 65 国（亚洲 41 国，中东欧 16 国，独联体 7 国，非洲 1 国），总人口约 44 亿，经济总量约 21 万亿美元，分别约占全球的 63% 和 29%。沿线大多是发展中国家，基础设施建设相对落后，建设资金短缺，市场广阔，需求旺盛。“一带一路”战略为中国建筑企业走向全球提供了政策和资金支持，指明了新的增量市场。

表 15、“一带一路”大事记

| 时间 | 事件 |
|------------------|--|
| 2013 年 9 月 | 习近平总书记访问哈萨克斯坦时首次提出共同建设“丝绸之路经济带”。 |
| 2013 年 10 月 | 习近平总书记在印度尼西亚国会发表演讲提出共同建设“海上丝绸之路”。 |
| 2014 年 5 月 | 作为“丝绸之路经济带”首个实体平台，中国-哈萨克斯坦物流合作基地启用。 |
| 2014 年 11 月 | 习近平总书记在 APEC 峰会宣布中国将出资 400 亿美元成立丝路基金。 |
| 2015 年 3 月 | 中国发改委、外交部和商务部共同发布了《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》。 |
| 2015 年 5 月 | 中俄双方共同签署并发表了《关于丝绸之路经济带建设与欧亚经济联盟建设对接合作的联合声明》。 |
| 2015 年 11 月 | 中国同中东欧 16 国共同发表《中国-中东欧国家中期合作规划》。 |
| 2016 年 6 月 | 中国已经与 56 个国家和地区合作组织发表了对接“一带一路”倡议的联合声明，并且签订了相关谅解备忘录或协议。 |
| 2016 年 8 月 17 日 | 习近平总书记在北京出席推进“一带一路”建设工作座谈会并发表重要讲话。 |
| 2016 年 9 月 5 日 | 中国与哈萨克斯坦签署“丝绸之路经济带”建设与“光明之路”新经济政策对接合作规划，明确了双方要稳步推动产能和投资合作，加强信息沟通和政策协调，推动更多竞争力强、附加值高的项目落地 |
| 2016 年 9 月 8 日 | 李克强总理对老挝正式访问期间，中国与老挝签署《中华人民共和国和老挝人民共和国关于编制共同推进“一带一路”建设合作规划纲要的谅解备忘录》 |
| 2016 年 9 月 12 日 | 中国与阿尔巴尼亚、波黑、柬埔寨、黑山、俄罗斯、塞尔维亚、斯洛伐克、马其顿及土耳其 9 个“一带一路”沿线国家标准化机构负责人签署标准化合作协议 |
| 2016 年 9 月 20 日 | 中国与联合国开发计划署签署《中华人民共和国与联合国开发计划署关于共同推进丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路建设的谅解备忘录》 |
| 2016 年 9 月 29 日 | 中国与白俄罗斯签署《中华人民共和国政府与白俄罗斯政府共同推进“一带一路”建设的措施清单》；亚投行第二批 2 个项目获批，亚投行累计批准项目累计超 5 亿美元 |
| 2016 年 10 月 14 日 | 习近平主席对柬埔寨进行国事访问期间，中国与柬埔寨签署《关于共同推动产能与投资合作重点项目的谅解备忘录》；对孟加拉国进行国事访问期间，中国与孟加拉国签署《中华人民共和国政府与孟加拉人民共和国政府关于开展“一带一路”倡议下合作的谅解备忘录》 |
| 2016 年 11 月 5 日 | 李克强总理出席第五届中国-中东欧国家领导人会晤签字仪式，中国与捷克签署《在“一带一路”倡议框架下的双边合作规划》 |
| 2016 年 11 月 7 日 | 中国与保加利亚签署就港口工业园区区域合作备忘录 |
| 2016 年 11 月 17 日 | 第 15 次中国东盟交通部长会议通过《中国东盟交通合作战略规划》（修订版）和《中国东盟交通运输科技合作战略》 |

2016年11月22日 亚行和亚投行联合融资的第二个项目获批
2017年3月 沙特国王来访
2017年5月 “一带一路”峰会在北京召开

资料来源：新华网等、兴业证券研究所

麦肯锡的研究显示，1992-2013 全球基建投资占 GDP 的比例为 3.5%，中国为 8.6%。“一带一路”多数沿线国家处于经济高速发展期，在资金和技术能够保证的情况下，对基建的投入力度会高于全球平均水平。例如印度在其“十二五规划”提出 2017 年底基建投资额占 GDP 的比重要提升至 9%，菲律宾总统杜特尔特上任后大举基建，预计 2022 年菲律宾基建投入占 GDP 比例将上升至 7.4%，越南基建投资占 GDP 比重也在 5.7%。我们以 5% 的比例测算，则目前“一带一路”沿线国家每年基建市场容量约 1.05 万亿美元，相当于中国 2016 年 2.2 万亿美元基建投资的一半，体量可观。

4.2、顶层设计为中国企业开辟海外市场扫清障碍，“一带一路”将成人民币国际化重要推手

“一带一路”战略提出后，国家领导人频繁出访沿线国家，14年李克强总理出访共签订经贸大单8500亿元，15年习近平总书记出访签订超1000亿美元。2017年3月，沙特国王来访我国，签订框架协议超4000亿美元。“一带一路”战略推进带来的实质性利好逐步体现。

中国建筑企业尤其是建筑央企，从早年的国家对外援助项目开始，进军海外市场已数十年，也是建筑业在落实“一带一路”战略上的主要力量。目前我国建筑企业海外拓展遇到的主要问题是融资成本较高、合同落地时间长、对当地法律体系不熟悉导致合同纠纷等问题。随着国家对“一带一路”战略支持的不断加强，这些问题将得到很大程度的化解。

融资方面，今年的“一带一路”峰会上，习近平总书记宣布向丝路基金新增资金1000亿元人民币，鼓励金融机构开展人民币海外基金业务，中国国家开发银行、进出口银行将分别提供2500亿元和1300亿元等值人民币专项贷款，用于支持“一带一路”基础设施建设、产能、金融合作。并且我国将同亚洲基础设施投资银行、金砖国家新开发银行、世界银行及其他多边开发机构合作支持“一带一路”项目，共同制定“一带一路”融资指导原则。

在合同落地和法务纠纷方面，即便从2014年算起，中国建筑企业涉足海外业务也近三年，积累了丰富的合同管理、法务纠纷处理的经验。而且有国家对“一带一路”重大项目的背书，项目落地、纠纷处理状况将较之前有很大好转。

可见，“一带一路”战略对于我国建筑企业的意义不仅在于政府合作层面签订订单的直接推动，更在于通过加强与“一带一路”沿线相关国家的政治、经济、文化等方面合作，为中国企业在海外的布局打通脉络，提供更多政策和资金等方面的支持，提升其综合竞争实力。

今年五月的“一带一路”峰会后，“一带一路”战略的重心将从此前“贸易输出、工程输出”逐渐转向“金融输出”，而后者的首要策略是把人民币国际化与“一带一路”沿线贸易、投资、工程承包、信贷、国际产能合作结合。可以说“一带一路”不仅是引领国内企业开辟新市场的举措，更是人民币国际化布局、提升中国在国际经济和金融体系影响力、消化国内超发货币的重要一步，对我国国民经济发展影响深刻。

4.3、三年磨一剑，中国建筑企业“一带一路”布局将进入业绩兑现期

近几年来，在全球经济总体下行、国际工程市场萎缩、多数承包商国际业务减少的情况下，中国建筑企业海外业务拓展仍取得了突出成绩。在 ENR 2016 年发布的全球最大 250 家国际承包商榜单中，65 家中国企业上榜，数量蝉联榜首，上榜企业海外总体营业额为 946.2 亿美元，较上年增长 4.5%。中国交建首次进入前三，8 家中国企业进入前 50 强，其中中国建筑排名第 14。ENR 同期发布的统计了国内和国际营收的全球最大 250 家承包商榜单上，中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国交建包揽四强，体现了中国建筑企业在全世界建筑市场中的强势地位。

从子行业分布来看，9 大业务领域中除石化和制造加工设施的 7 个领域有中国企业进入了前十榜单；就地区来看，除了欧洲和加拿大市场外，其余地区市场的前十榜单中都有中国企业身影，尤其在非洲地区，中国企业表现出绝对的市场统治力。随着“一带一路”的不断推进，2015 年中国建筑企业在多个地区市场的占比都有所提升，总体市场占有率同比增长 2.1 个百分点，达 19.3%，为各国第一。值得注意的是，我国建筑企业业务仍然集中在亚洲和非洲市场，分别占当期业务总量的 32.3% 和 37.8%，在北美、拉丁美洲、欧洲和中东市场仍有一定拓展空间。

2015 年，中国建筑企业海外总体营业额同比增长 4.5%。尤其在美国（营业额同比增长 114.7%）和亚洲地区（+22.0%）增长迅速，而传统业务区域非洲地区仅增长 1.1%，呈现增长乏力迹象。中国上榜企业的国际平均营业额为 14.4 亿美元，与前 250 强平均水平 19.5 亿美元仍有一定差距；上榜的前十家中国企业平均海外营收 62.85 亿美元，也少于前十的国外企业平均 169.4 亿美元的国际营业额。但仅考虑中国建筑、中国交建、中国中铁和中国铁建四家公司，其 2015 年海外营业额总计为 453.84 亿美元，平均营收 113.46 亿美元，说明建筑央企仍是中国建企海外拓展的领军力量。

表 16、ENR250 强部分国家企业国际业务占比

| 国家 | 收入数据 (亿元) | | | | 市场份额 | | | | | | |
|------|-----------|-------|--------|---------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 上榜企业数量 | 国际营业额 | 同比变化率 | 平均国际营业额 | 中东 | 亚洲 | 非洲 | 欧洲 | 拉美 | 美国 | 加拿大 |
| 中国 | 65 | 946.2 | 4.5% | 14.4 | 17.20% | 25% | 54.90% | 3.60% | 13.70% | 7.30% | 0.80% |
| 美国 | 38 | 473.2 | -20.3% | 12.5 | 5.80% | 11.5% | 1.40% | 8.60% | 11.40% | - | 60.60% |
| 加拿大 | 1 | 31.7 | 73.6% | 31.7 | | | | | | | |
| 欧洲 | 52 | 2122 | -12.6% | 40.8 | | | | | | | |
| 英国 | 2 | 78.3 | 7.40% | 39.1 | 6.50% | 0.60% | 1.30% | 1.30% | 0.30% | 0 | 0% |
| 德国 | 4 | 291.1 | -14% | 72.8 | 1.90% | 9.70% | 0.20% | 2.50% | 0.70% | 22.50% | 4.60% |
| 法国 | 5 | 345.6 | -32.7% | 69.1 | 0.90% | 3.60% | 5.60% | 20.70% | 2.50% | 5.40% | 10.50% |
| 意大利 | 15 | 256.2 | -14.4% | 17.1 | 7% | 3.40% | 10.10% | 4.70% | 6.80% | 1.50% | 3.20% |
| 荷兰 | 3 | 97.5 | 23.8% | 32.5 | 1.20% | 1% | 1.80% | 6.20% | 1.30% | 0% | 0 |
| 西班牙 | 11 | 598 | -12.6% | 54.4 | 4.90% | 9.50% | 2.40% | 12.20% | 25.90% | 28.60% | 8.90% |
| 欧洲其他 | 12 | 456 | 3.6% | 38 | | | | | | | |

深度研究报告

| | | | | | | | | | | | |
|------|-----|-------|--------|------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|
| 澳大利亚 | 3 | 99.3 | -25.8% | 33.1 | 1.20% | 3% | 0.20% | 1.20% | 0.10% | 5.20% | 6.60% |
| 日本 | 14 | 251.7 | 15.40% | 18 | 1.70% | 11.6% | 0.50% | 2.90% | 0.80% | 10.90% | 2.70% |
| 韩国 | 13 | 405.8 | 9.50% | 31.2 | 21.20% | 12.9% | 5% | 1.10% | 6.90% | 0.70% | 1.70% |
| 土耳其 | 39 | 225.9 | -22.8% | 5.8 | 7.90% | 5.50% | 4.70% | 7.20% | 0% | 0.20% | 0% |
| 巴西 | 2 | 157.4 | -53.1% | 78.7 | 0.20% | 0.00% | 3.20% | 0% | 24.50% | 0.20% | 0% |
| 其他 | 23 | 158.8 | 34.80% | 6.9 | 22.40% | 2.70% | 8.70% | 27.80% | 5.10% | 17.50% | 0.40% |
| 总计 | 250 | 4863 | -6.70% | 19.5 | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |

资料来源: ENR, 兴业证券研究所

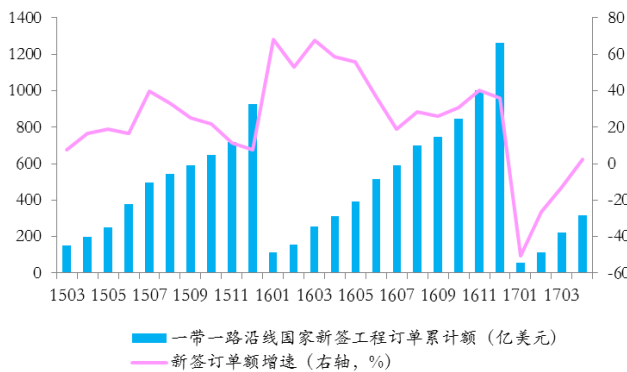
不过, 当前中国承包商主业仍集中在国内, 国际业务占比仅 14.4%, 远低于其他国家上榜承包商 56.2% 的平均水平。但随着国内建筑行业竞争日益加剧, 以及海外建筑广阔市场被打开, 建筑企业出海动力增强, 我们认为海外市场将是中国建筑企业不可忽视的业务增量。

表 17、ENR250 强部分国家企业国际业务占比

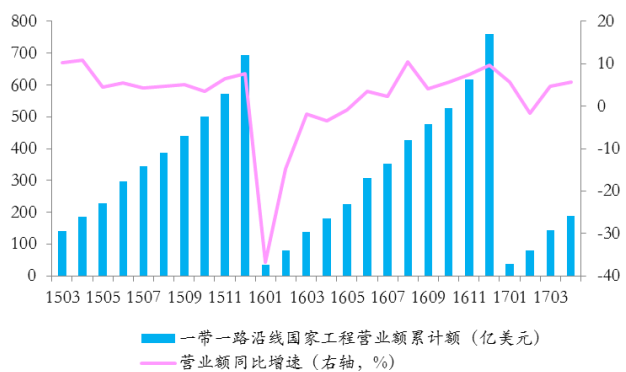
| | 美国 | 英国 | 法国 | 德国 | 西班牙 | 土耳其 | 韩国 | 日本 | 中国 |
|------|--------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2014 | 49.60% | 89% | 45.30% | 86.20% | 79.40% | 53.80% | 23.30% | 23.70% | 13.90% |
| 2015 | 38.40% | 100% | 48.70% | 87.40% | 78.50% | 74.30% | 49.60% | 24.60% | 14.40% |

数据资料: ENR, 兴业证券研究所

近两年, 中国工程企业在“一带一路”沿线国家获取的收入及新签订单增长迅速, 在全部对外工程营收和新签订单中的占比不断提升, “一带一路”沿线国家越来越成为中国建筑企业海外市场的重要战场。

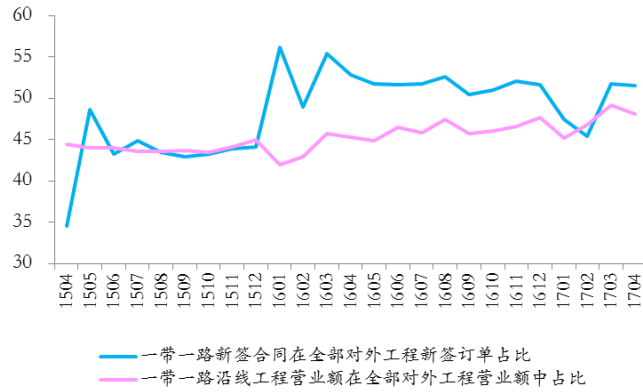
图 38、中国工程企业在“一带一路”沿线国家新签订单额及增速


资料来源: 商务部, 兴业证券研究所

图 39、中国工程企业在“一带一路”沿线国家营收额及增速


资料来源: 商务部, 兴业证券研究所

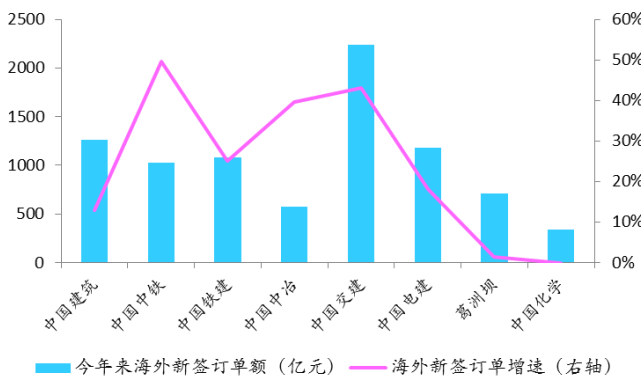
图 40、中国工程企业在“一带一路”沿线国家营收及新签订单在全部对外工程中的占比 (%)



资料来源：商务部，兴业证券研究所

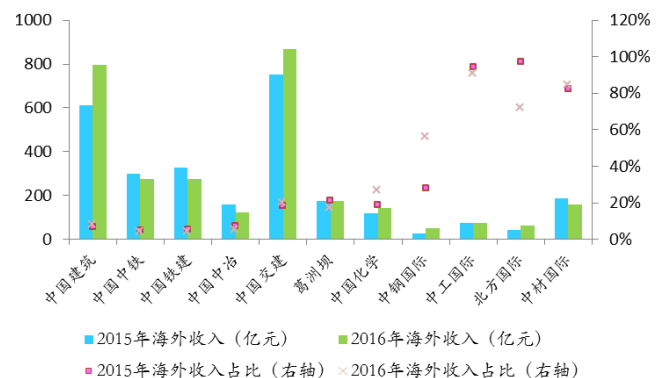
2016 年“一带一路”主力央企海外接单均实现同比增长，大部分央企海外收入及其占总收入比例稳中有升，其中中国建筑、中国交建海外收入体量最大，增长最快。我们认为，在接单增长、政策扶持的利好下，2017 年中国建筑出海企业将进入业绩释放期。

图 41、部分建筑公司 2016 年海外订单签单额及增速



资料来源：各公司公告，兴业证券研究所

图 42、部分建筑公司 2016 年海外收入及占比与 2015 年对比



资料来源：各公司公告，兴业证券研究所

4.4、中国建筑海外业务增长稳定，跟随“一带一路”有望提速

公司是最早涉足海外业务的建筑央企之一，海外工程境外丰富。公司海外经营历史最早可以追溯到上世纪五十年代的对外援建工程，上世纪七十年代末改革开放初期，公司率先进入国际工程承包市场，在世界各地完成了一批享有盛誉的地标性建筑。公司参与建设的香港新机场客运大楼被国际权威组织评为二十世纪全球十大建筑之一，承建的埃及开罗国际会议中心、阿尔及利亚松树喜来登酒店以及布迈丁国际机场在当地被誉为“友谊的象征”，承建的泰国拉玛八世皇大桥、科威特中央银行项目作为当地标志性建筑被印在所在国货币上，承建的俄罗斯联邦大厦被誉为“欧洲第一高楼”。

公司积极推行“大海外”战略，将开拓海外市场作为公司业务结构转型的重要步骤。目前公司获授对外经营许可的子公司已达 13 家，开展实质性经营的市场已

升至 53 个，主要海外业务集中在中国建筑企业的传统优势区域亚非，“一带一路”沿线国家业务占比只有 40%，仍有很大发展空间。2016 年公司已进入“一带一路”沿线 65 个重点国家中的 44 个，在“一带一路”沿线国家新签订单额占全部海外签单的 61.3%，“一带一路”国家对公司海外业务贡献将进一步提升。

表 18、公司海外业务各区域情况

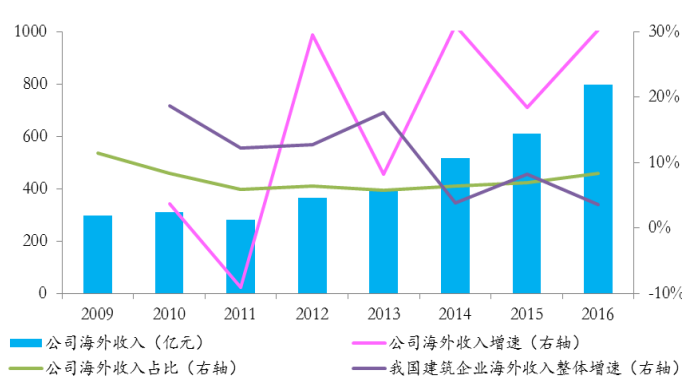
| | 北非 | 北美 | 亚洲及澳洲 | 中东 | 中南部非洲 | 同比增长 | “一带一路”沿线国家 | “一带一路”占比 | 同比增长 |
|-----------|----|----|-------|----|-------|-------|------------|----------|------|
| 合同额 (亿美元) | 40 | 21 | 51 | 12 | 14 | 13% | 84 | 61.3% | 33% |
| 收入额 (亿美元) | 14 | 19 | 23 | 6 | 12 | 30.3% | 30 | 40.5% | - |

数据来源：公司 2016 业绩推介材料，兴业证券研究所

公司提出“十三五”期末公司海外业务占比提升至 10% 的目标。我们假设 2020 年前公司整体营收保持年复合 10% 的增长，则到时海外业务营收要达到 1405 亿元，按当前汇率计算为 206.81 亿美元，年复合增长率 15.5%，超过 2015 年前十大国外建筑承包商海外收入的均值，公司海外业务的拓展任重而道远。

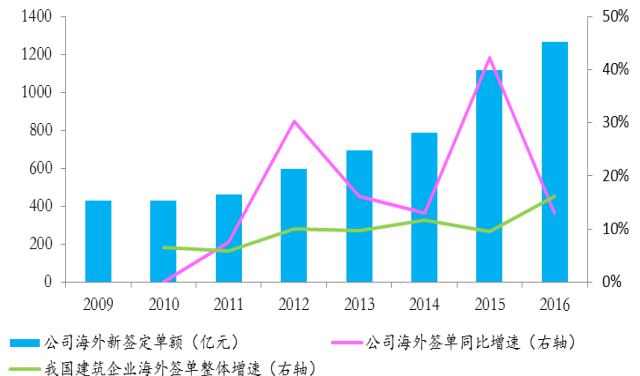
但从过去三年来看，公司海外业务复合增长率为 26.41%，接单也保持了每年 10% 以上的增长。2016 年海外接单超 1200 亿元，为 16 年海外营收的 1.5 倍，2017 年前四个月海外接单 297 亿元，同比增长 37%，未来海外业务增长有保障。同时，公司海外新签订单和收入增速近几年都超过行业整体增速，在我国建筑行业海外业务拓展中的份额不断提升，可以预见，“一带一路”给我国建筑行业带来的利好将最先在公司这里兑现。

图 43、公司近年海外收入、增速、收入占比及与行业海外收入整体增速对比



资料来源：Wind、公司公告，兴业证券研究所

图 44、上市以来公司每年海外新签订单、增速及与行业海外新签订单整体增速对比



资料来源：Wind、公司公告，兴业证券研究所

表 19、公司重大海外订单

| 项目 | 北美 | 总金额 (亿美元) | 签约/公告日 |
|---|------------|-----------|------------------|
| 1 澳大利亚西澳州基础设施一揽子项目合作谅解备忘录 | 中国建筑股份有限公司 | 37.5 | 2017 年 3 月 24 日 |
| 2 巴基斯坦卡拉奇-拉合尔高速公路 (苏库尔-木尔坦段) 项目 EPC 总承包合同 | 中国建筑股份有限公司 | 27.17 | 2015 年 12 月 22 日 |

| | | | | |
|---|-----------------------------|---------------|------|------------|
| 3 | 埃及新行政首都建设一揽子总承包合同 | 中国建筑股份有限公司 | 27 | 2016年1月21日 |
| 4 | 马来西亚吉隆坡人民广场项目 | 中国建筑第四工程局有限公司 | 9.78 | 2016年8月26日 |
| 5 | 加蓬莱班巴至库拉穆图公路整治项目 | 中国建筑股份有限公司 | 8.95 | 2016年6月 |
| 6 | 韩国济州梦想大厦新建工程 | 中建股份韩国分公司 | 5.78 | 2016年4月5日 |
| 7 | 將軍澳-藍田隧道-主隧道及相關工程 | 中国建筑国际集团有限公司 | 5.48 | 2016年7月6日 |
| 8 | 屯門掃管笏青山公路48區 TMTL423 住宅發展項目 | 中国建筑国际集团有限公司 | 5.32 | 2016年1月11日 |

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

另外，拥有中国海外发展、中国建筑国际等优质港股上市平台的中国建筑，在海外融资方面也有一定优势。海外项目外汇融资问题一直是困扰许多建筑企业海外工程项目落地的原因，公司至今已发行 10 亿美元债券，丰富了融资手段，免去了海外项目融资时许多外汇兑换的繁琐流程，也避免了汇率波动对公司业务可能产生的影响，对公司海外业务拓展有积极意义。

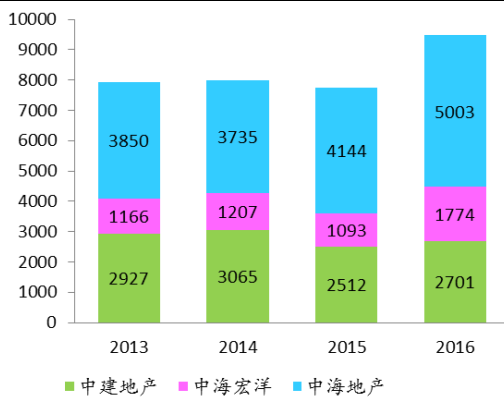
我们认为，过去几年公司海外签单的持续增长，对推动未来海外业务发展有积极意义，对标国际前十承包商海外收入额，公司海外业务拓展仍有空间。但要实现“十三五”期间海外收入占比 10% 的目标，尚需跟随“一带一路”战略，兑现实质性利好。

5、土地储备充足，看好地产业务逆势提升

5.1、土地储备充足，未来增长稳定

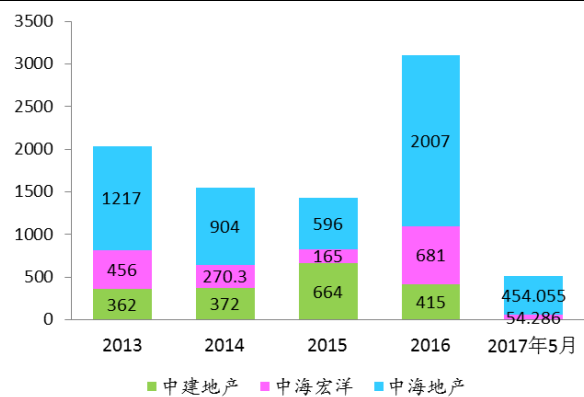
2016 年公司房地产业务收入约 84% 来自子公司中海地产。中海地产主要布局一二线城市，打造高端地产品牌。中海地产于 2016 年 3 月宣布收购中信股份有限公司以住宅为主的房地产业务，并最终在当年 9 月以向中信公司及中信泰富增发股票 297.24 亿港元、转让物业资产 73.56 亿港元的总价完成收购。通过本次收购，中海地产及其联营、合营公司按持有权益比例获得建筑面积达 2352 万平方米的土地储备，相当于 2016 年中海地产及其联营、合营企业总权益土地储备面积的 36%。

图 45、中海地产土地储备面积（万平方米）



资料来源：Wind，兴业证券研究所

图 46、中海地产新增土地储备面积（万平方米）



资料来源：Wind，兴业证券研究所

5.2、主要布局一二线及强三线城市，土地储备变现收益可观

我们按当前时点各城市住房销售均价，对中海地产 2016 年土地储备、新增土地和 2017 年前 5 个月新增土地市值进行了重估。通过估算可见，如果按当前房价水平计算，中海地产 2016 年底土地储备价值约 4668 亿元。2016 年底中国海外发展的账面货币资金为 1550 亿元，总债务 3439 亿元，则公司重估净资产约 25.26 元每股，高于目前 20.19 元的股价，中海地产的地产业务具备极高的安全边际。

2017 年前 5 个月新增土地市值约为 2016 年全年新增土地储备市值的 70%，公司土地储备价值进一步增厚。中海地产的土地储备一般位于一二线城市的优质地段，且入账成本较低，未来将为公司带来可观的升值、变现收益。

表 20、以当前房价计算，中海地产 2016 年土地储备、新增土地储备及 2017 年前 5 月新增地产的市值

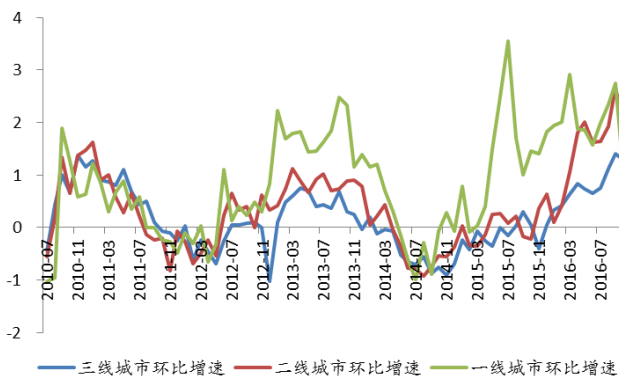
| 地区 | 城市 | 总储备面积/千平方米 | 2016 新增面积/千平方米 | 2017 年前 5 月新增面积/千平方米 | 参考均价/元每平方米 | 土地储备估值/亿元 | 2016 年新增土地估值/亿元 | 2017 年前 5 月新增土地估值/亿元 | 数据来源 |
|------|---------|------------|----------------|----------------------|------------|-----------|-----------------|----------------------|--------------------------|
| 华南地区 | 深圳（含东莞） | 809 | 0 | 217.85 | 52537 | 425.02 | 0.00 | 114.45 | 2017 年 5 月商品住宅成交均价 |
| | 海南 | 1868 | 0 | | 10924.37 | 204.07 | 0.00 | 0.00 | 2017 年 4 月商品住宅累计销售额/销售面积 |
| | 广州 | 5446 | 0 | | 16664 | 907.52 | 0.00 | 0.00 | 2017 年 4 月商品住宅成交均价 |
| | 佛山（含中山） | 2458 | 478 | 265.6 | 10046 | 246.93 | 48.02 | 26.68 | 2017 年 4 月商品住宅成交均价 |
| | 长沙 | 1,177 | 0 | | 5822 | 68.52 | 0.00 | 0.00 | 2017 年 4 月商品住宅累计销售额/销售面积 |
| | 厦门 | 167 | 157 | | 29493.67 | 49.25 | 46.31 | 0.00 | 2017 年 4 月商品住宅累计销售额/销售面积 |
| | 福州 | 704 | 151 | 134.55 | 13160.62 | 92.65 | 19.87 | 17.71 | 2017 年 4 月商品住宅累计销售额/销售面积 |
| | 珠海 | 1037 | 0 | | 21359 | 221.49 | 0.00 | 0.00 | 2017 年 5 月商品住宅成交均价 |
| 华东地区 | 苏州（含无锡） | 3384 | 959 | 387.62 | 10498.97 | 355.29 | 100.69 | 40.70 | 2017 年 4 月商品房成交均价 |
| | 南京（含镇江） | 667 | 211 | 336 | 17278.6 | 115.25 | 36.46 | 58.06 | 2017 年 4 月商品住宅累计销售额/销售面积 |
| | 宁波 | 428 | 330 | | 14046.38 | 60.12 | 46.35 | 0.00 | 2017 年 4 月商品住宅累计销售额/销售面积 |
| | 杭州 | 389 | 0 | | 20328 | 79.08 | 0.00 | 0.00 | 2017 年 3 月商品住宅成交均价 |
| | 南昌 | 663 | 610 | | 7534.63 | 49.95 | 45.96 | 0.00 | 2017 年 4 月商品住宅累计销售额/销售面积 |
| | 上海 | 573 | 0 | 240.84 | 47420 | 271.72 | 0.00 | 114.21 | 2017 年 3 月商品住宅成交均价 |
| 华北地区 | 北京 | 3222 | 0 | 169.82 | 39808 | 1282.61 | 0.00 | 67.60 | 2017 年 3 月商品住宅成交均价 |
| | 天津 | 3882 | 0 | | 17366 | 674.15 | 0.00 | 0.00 | 2017 年 3 月商品住宅成交均价 |
| | 济南 | 7748 | 5413 | | 9004.35 | 697.66 | 487.41 | 0.00 | 2017 年 4 月商品住宅累计销售额/销售面积 |
| | 武汉 | 178 | 179 | 460.4 | 9334.78 | 16.62 | 16.71 | 42.98 | 2017 年 4 月商品房成交均价 |

| | | | | | | | | 交均价 | |
|-----------|------|--------------|-------------|----------------|-----------|---------------|----------------|---------------|---------------------------|
| | 太原 | 1108 | 0 | | 8624.79 | 95.56 | 0.00 | 0.00 | 2017年4月商品住宅 累计销售额/销售面积 |
| | 郑州 | | | 549.34 | 8553 | | | 46.99 | 2017年4月商品房成交 均价 |
| 北方地区 | 长春 | 1537 | 715 | | 6304.15 | 96.89 | 45.07 | 0.00 | 2017年4月商品住宅 累计销售额/销售面积 |
| | 青岛 | 3204 | 0 | | 7786.77 | 249.49 | 0.00 | 0.00 | 2017年4月商品住宅 累计销售额/销售面积 |
| | 大连 | 1364 | 0 | | 9752.57 | 133.03 | 0.00 | 0.00 | 2017年5月商品住宅 累计销售额/销售面积 |
| | 沈阳 | 3938 | 0 | | 7650.54 | 301.28 | 0.00 | 0.00 | 2017年6月商品住宅 累计销售额/销售面积 |
| | 烟台 | 1068 | 0 | 128.66 | 6922 | 73.93 | 0.00 | 8.91 | 2017年5月商品住宅 成交均价 |
| | 哈尔滨 | 775 | 0 | 259.3 | 7126.31 | 55.23 | 0.00 | 18.48 | 2017年8月商品住宅 累计销售额/销售面积 |
| 西部地区 | 成都 | 2769 | 0 | 437.46 | 13998 | 387.60 | 0.00 | 61.24 | 2017年3月商品住宅 成交均价 |
| | 西安 | 722 | 297 | 863.43 | 7533.1 | 274.05 | 22.37 | 65.04 | 2017年8月商品住宅 累计销售额/销售面积 |
| | 重庆 | 3638 | 109 | 188.87 | 7862 | 15.65 | 8.57 | 14.85 | 2017年3月商品住宅 成交均价 |
| | 昆明 | 199 | | | 8168.3 | 16.25 | 0.00 | 0.00 | 2017年8月商品住宅 累计销售额/销售面积 |
| | 乌鲁木齐 | 1460 | | | 5829.76 | 85.11 | 0.00 | 0.00 | 2017年8月商品住宅 累计销售额/销售面积 |
| 港澳地区 | 香港 | 190 | 107 | 28.3 | 119305.05 | 226.68 | 127.66 | 33.76 | 香港三地平均C类私人住宅均价 |
| 合计 | | 56772 | 9716 | 4668.04 | | 7828.6 | 1051.44 | 731.64 | |

资料来源: Wind、公司公告, 兴业证券研究所

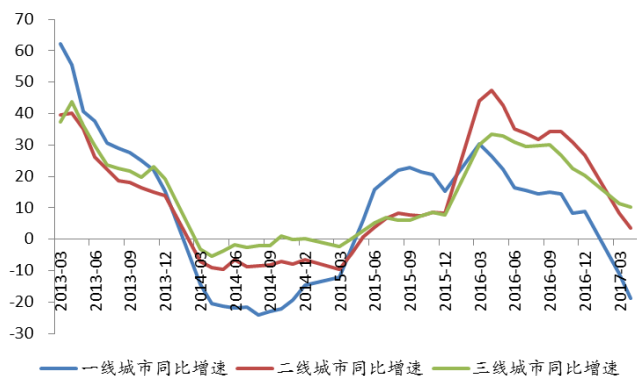
虽然未来中国的房地产开发增速将大概率趋缓, 但各地区间的房地产发展状况还是存在结构性分化。一二线城市房价涨幅明显快于其他城市, 而在新建住宅销售面积指标上, 一线城市最先遭受楼市调控政策影响, 下滑明显, 但二线城市销售面积增速仍快于三线城市。因而, 我们认为中海地产的土地储备集中于一二线城市和重点三线城市, 未来消化库存的压力不大。

图 47、一二三线城市房价环比增速 (%)



资料来源: Wind, 兴业证券研究所

图 48、一二三线城市住宅销售面积同比增速 (%)

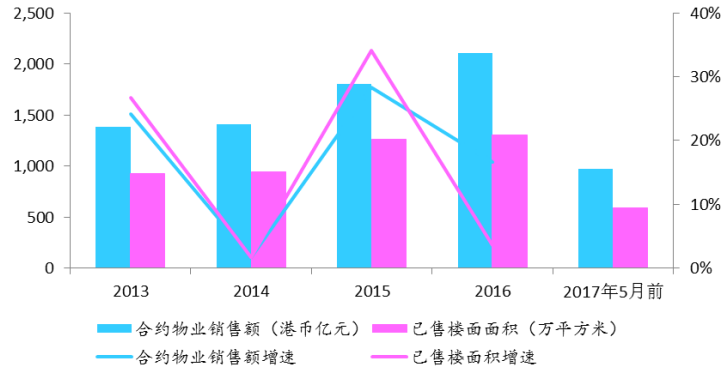


资料来源: Wind, 兴业证券研究所

中海地产 2016 年合约销售面积增速不到 5%, 但合约销售额增速在 15% 以上, 一定程度上是因为房价上涨的原因。合约房屋销售额包括现房和期房签约额, 一定

程度上能反映未来几个月房地产收入确认情况。公司 2016 年的合约销售额大部分将在 2017 年确认收入，今年公司地产业务增长有充分保障。

图 49、合约物业销售额及销售面积增速



资料来源: Wind, 兴业证券研究所

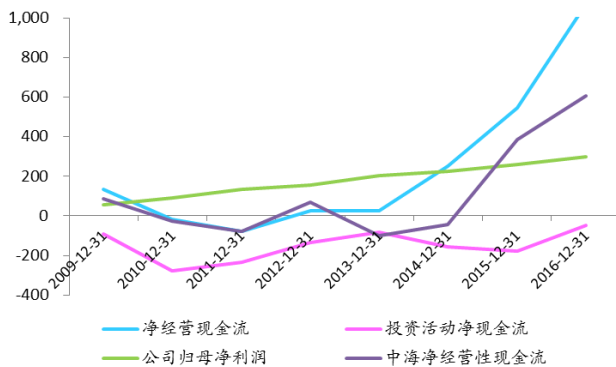
我们认为，中海地产当前土地储备充足，以市价估计的价值，为其 2016 年营收的 3 倍以上，公司要实现未来几年超越行业的增长有较强支撑。

6、财务分析：现金充裕，安全边际较高，具备长期投资价值

6.1、现金流强势增长，在手现金充裕，具备高安全边际

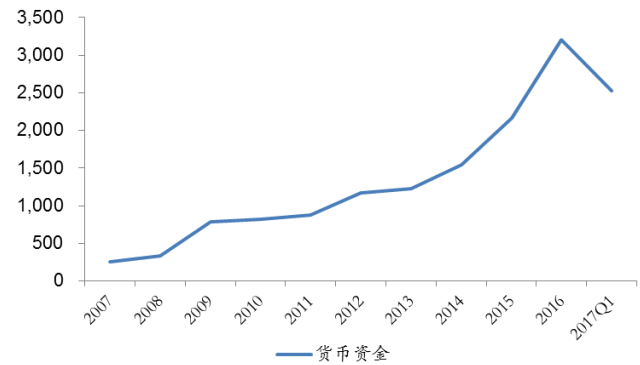
中国建筑 2017 年一季度在手现金 2529 亿元，占当前 2862 亿元总市值的比例约 90%。和行业内多数公司净经营现金流持续流出不同，公司近年来净经营现金流维持流入状态，这其中中海地产贡献较大，公司净经营现金流基本与中海地产净经营现金流走势一致。2016 年公司净经营现金流为 1070 亿元，连续三年超当年归母净利润，其中房地产业务实现现金净流入 690 亿元，同比增加净流入 452 亿元。在高经营性现金流流入带动下，公司 16 年底账面货币资金达创纪录的 3208 亿元，是一头巨大的现金奶牛。充足的现金流，保障了公司在工程建设及投资领域的拿单及项目推进能力，是公司能够在 PPP 浪潮中占得先机的关键之一。公司当前 2862 亿的市值，对应的是 2529 亿元货币资金和年入千亿的净经营现金流入，具备极高的安全边际。

图 50、公司现金流状况 (亿元)



资料来源: Wind, 兴业证券研究所

图 51、公司货币资金 (亿元)



资料来源: Wind, 兴业证券研究所

从更能反映企业创造价值能力的自由现金流层面，公司近四年保持为正，投资价值凸显。

表 21、公司自由现金流测算

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-----------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 一年内到期的非流动资产的减少(减: 增加) | -2275.31 | -6938.48 | -16351.8 | -7459.56 |
| 固定资产投资的减少(减: 增加) | -5392.21 | -3330.54 | -4992.38 | -6720.6 |
| 资本性投资 | -7667.52 | -10269 | -21344.2 | -14180.2 |
| 营运资金的净变动 | 701.858 | 22633.83 | -31560.6 | 2517.774 |
| EBIT | 43617.03 | 49642.96 | 55511.34 | 59273.23 |
| 所得税税率 | 0.243956 | 0.23443 | 0.246431 | 0.20994 |
| EBIT*(1-所得税税率) | 32976.42 | 38005.16 | 41831.61 | 46829.42 |
| 折旧摊销 | 4603.01 | 5490.66 | 6450.96 | 6793.38 |
| 自由现金流 | 29210.05 | 10592.99 | 58498.97 | 36924.82 |

资料来源: 公司公告, 兴业证券研究所

6.2、对上下游信用占款凸显公司行业地位，有息负债比例低

资产负债率高是建筑企业的普遍特点，公司近年资产负债率水平游走在国资委对央企考核的 80% 红线附近，但公司偿债能力有充足保障。进一步看，公司的负债结构中，以应付账款和预收款项居多，有息负债占比仅 30% 左右。应付账款较多说明了公司在产业链上的强势地位，能够对上游企业进行无息占款，而预收款主要来自公司房地产业务，是对消费者的无息借款。

图 52、公司资产负债率及利息保障倍数

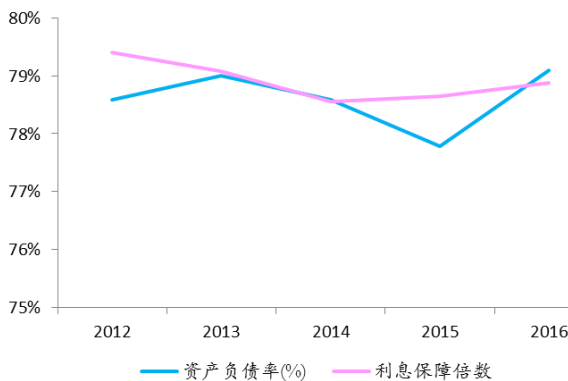
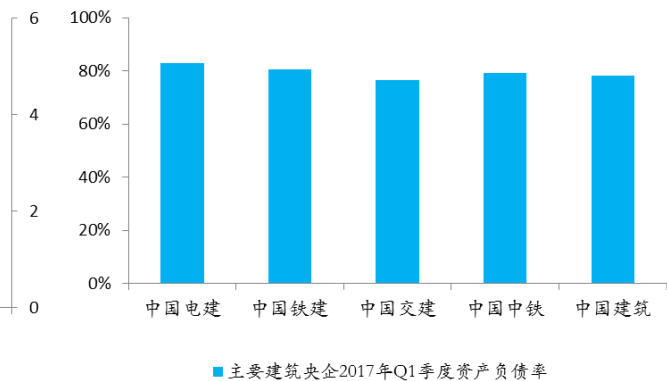


图 53、主要建筑央企 2017Q1 资产负债率对比



资料来源：Wind，兴业证券研究所

资料来源：Wind，兴业证券研究所

表 22、公司有息负债占比测算

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017Q1 |
|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 短期负债（亿元） | 217.94 | 217.15 | 256.03 | 323.19 | 307.70 |
| 长期负债（亿元） | 111.23 | 125.14 | 142.18 | 191.73 | 206.97 |
| 应付票据（亿元） | 776.77 | 761.25 | 983.25 | 1,436.67 | 1,505.72 |
| 应付债券（亿元） | 621.95 | 800.65 | 1,011.72 | 1,212.32 | 1,206.31 |
| 债务总额（亿元） | 6,192.58 | 7,221.93 | 8,361.22 | 11,009.54 | 10,740.88 |
| 有息负债占比 | 27.90% | 26.37% | 28.62% | 28.74% | 30.04% |

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

6.3、业绩成长确定，高分红高 ROE，具备长期投资价值

中国建筑未来盈利增长的确性强，高分红、较高 ROE，长期投资价值显著。公司上市以来每年都会向投资者进行现金分红，16 年股息率按 6 月 9 日收盘价计（除权除息日是 6 月 15 日）为 2.13%，位列上证 50 成分股第 6。而且无论是国资委对央企的考核指标，还是公司股权激励的解锁条件，都非常注重对 ROE 的考察。当前公司账面货币资金充裕，如果这些资金没有更好的投资方向，则加大分红，是无论对回馈投资者，还是对优化公司 ROE 指标都有利的选择，公司未来有进一步加大分红的动力。

表 23、公司股息率测算

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 分红比例 (%) | 21.03 | 22.86 | 23.02 | 21.14 |
| 每股股利 (元) | 0.11 | 0.14 | 0.17 | 0.21 |
| 股价 | 2.87 | 2.7 | 8.68 | 9.86 |
| 股息率 (%) | 3.83 | 5.19 | 1.96 | 2.13 |
| 上证 50 成分股股息率排名 | | 15 | 13 | 6 |

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

今年 6 月 21 日，MSCI 明晟宣布从 2018 年 6 月起中国 A 股纳入 MSCI 新兴市场指数和 MSCI ACWI 全球指数，将初始纳入 A 股的 222 支大盘股。公司作为这 222 支股票之一，16 年股息率列第 35 位，估值是除去金融股和地产股之后第二低。我们认为公司的长期投资价值将得到海外资金青睐。

表 24、首次纳入 MSCI 的 12 支 A 股建筑股指标

| 证券代码 | 证券名称 | 总市值 /亿元 | 预测净利润增长率/% | | | 2016 年 股息率/% | 上市来 分红率/% | PE (TTM) | ROE |
|---------------|------|------------|------------|-------|-------|-----------------|--------------|-------------|-------|
| | | | 2017 | 2018 | 2019 | | | | |
| 601668.S H | 中国建筑 | 2,931.00 | 14.95 | 13.14 | 12.06 | 2.20 | 14.69 | 9.59 | 15.68 |
| 601186.S H | 中国铁建 | 1,564.00 | 12.62 | 11.59 | 11.67 | 0.00 | 15.36 | 11.36 | 10.67 |
| 601800.S H | 中国交建 | 2,179.81 | 9.83 | 13.75 | 13.56 | 1.28 | 21.45 | 13.97 | 10.49 |
| 600068.S H | 葛洲坝 | 511.59 | 27.79 | 23.40 | 21.09 | 1.85 | 22.20 | 14.63 | 8.81 |
| 601390.S H | 中国中铁 | 1,858.17 | 21.64 | 12.78 | 7.85 | 0.00 | 11.92 | 15.55 | 8.91 |
| 600170.S H | 上海建工 | 338.37 | 13.18 | 10.73 | 9.42 | 3.42 | 35.15 | 16.10 | 9.08 |
| 002081.S Z | 金螳螂 | 292.09 | 16.33 | 19.47 | 16.92 | 1.36 | 17.08 | 17.20 | 16.89 |
| 601669.S H | 中国电建 | 1,223.92 | 18.26 | 14.99 | 14.31 | 0.00 | 15.50 | 17.84 | 10.98 |
| 600820.S H | 隧道股份 | 314.72 | 16.13 | 14.51 | 12.54 | 0.00 | 22.90 | 18.66 | 9.28 |
| 601618.S H | 中国中冶 | 956.62 | 20.37 | 15.58 | 12.20 | 0.00 | 12.41 | 18.93 | 7.62 |
| 002310.S Z | 东方园林 | 467.86 | 54.47 | 42.25 | 30.38 | 0.00 | 6.11 | 35.25 | 14.11 |

| | | | | | | | | | |
|----------|------|--------|-------|-------|------|------|------|-------|------|
| 601611.S | 中国核建 | 318.15 | 11.87 | 10.33 | 9.92 | 0.00 | 0.00 | 39.41 | 9.35 |
|----------|------|--------|-------|-------|------|------|------|-------|------|

H

资料来源：Wind，兴业证券研究所（注：净利润增长率取 Wind 一致预期）

6.4、业绩成长确定，高分红高 ROE，具备长期投资价值

我们对公司历年工程订单结转情况进行分析。考虑到公司 2017 年前四个月房建新签订单同比增长 8%，基建订单同比增长 53%，我们假设 2017 年全年房建和基建新签订单增长分别为 8% 和 50%。同时，随着公司在手订单体量的增大，每年订单结转率也呈下降趋势，假设 2017 年公司订单结转率为 17%，得到今年公司新签工程订单额 22624.2 亿，确认工程业务收入 8986 亿元，同比增长 13.16%。

表 25、考虑订单结算率的公司工程收入测算

| 单位：亿元 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|
| 新签施工订单 | 8566 | 9626 | 12748 | 14190 | 15102 | 18796 | 22624.2 |
| YOY | 15.30% | 12.37% | 32.80% | 11.30% | 6.43% | 24.46% | 20.37% |
| 其中：新签房建合同 | 7223 | 7987 | 10338 | 11614 | 11962 | 12965 | 14002 |
| YOY | 14.20% | 8.10% | 29.40% | 12.30% | 3.00% | 8.40% | 8.00% |
| 新签基建合同 | 1207 | 1520 | 2323 | 2478 | 3140 | 5748 | 8622 |
| YOY | 21.70% | 24.20% | 52.90% | 6.70% | 16.70% | 83.10% | 50.00% |
| 在手合同 | 9495 | 13374 | 17652 | 20249 | 23456 | 30235 | |
| YOY | 35.90% | 40.90% | 32.00% | 14.70% | 15.80% | 28.90% | |
| 结转率 | 27.39% | 26.51% | 22.62% | 21.16% | 20.64% | 18.79% | 17.00% |
| 施工收入 | 4260 | 5069 | 5910 | 6738 | 7297 | 7941 | 8986 |
| YOY | 31.32% | 18.99% | 16.59% | 14.01% | 8.30% | 8.83% | 13.16% |

资料来源：公司公告，兴业证券研究所（注：公司 2016 年在手订单统计口径发生变化，剔除了甲指分包类合同额后为 26177 亿元，同时对 2015 年数据做相同处理后，公司在手订单额增长率为 28.9%。为与前值口径保持一致，我们取 2016 年末剔除甲指分包类合同的增长率也为 28.9%，估测 2016 年含甲指分包类合同的在手订单额）

可见，公司安全边际高，现金充裕，净经营性现金持续流入，产业链话语权较强，分红稳定，股息率比例高，是优质的长期价值投资标的。

7、未来亮点：国改值得期待，有望深度参与雄安新区建设

7.1、国企改革：股权激励后分拆上市或是未来思路

公司是建筑行业国企改革的先锋，也是目前唯一一个进行了两次股权激励的建筑央企。两期的授予/解锁核心条件相近：与前一年度相比，1.扣除非经常性损益后加权平均净资产收益率不低于 14%；2.扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润增长率不低于 10%。

以第二次股权激励为例，激励对象人均被授予 16.5 万股。以当前股价计算，如果顺利解锁，未来税前收益为 78 万，且要在两年后，分三批获得。当前中国建筑副总经理以上级别高管薪资上调后，基本在年薪 100 万元以上，但中层管理人员的薪资普遍不到百万，我们认为，这两次股权激励对于实施公司内部激励有一定的推动。同时，我们注意到公司下属子公司中国海外发展的高管年薪一般在 500 万元以上，公司在激励机制改革方面仍有操作空间。

表 26、公司两次股权激励计划重点条款

| | 授予日 | 激励人数 | 计划授予数量(万股) | 授予价格 | 解锁/行权时间 | 解锁比例(时间比例) |
|------------------|------------------|-------|------------|-----------|------------------------------------|--|
| 首期限制性股票激励计划 | 2013 年 6 月 28 日 | 686 | 14678 | 1.79 元/股 | 自限制性股票授予日起 2 年为限售期，限售期满后的 4 年为解锁期。 | |
| 第二期 A 股限制性股票激励计划 | 2016 年 12 月 29 日 | 1,575 | 26013 | 4.866 元/股 | 自限制性股票授予日起 2 年为限售期，限售期满后的 3 年为解锁期。 | 授予日起两周 年 1/3；授予日起三周年 1/3；授予日起四周年 1/3 |

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

未来国企改革对公司影响较大的或许是专业板块分拆上市。由于我们只能获得各专业公司 2016 年的营收数据，所以此处我们采用市销率指标，取行业内营收规模和业务结构接近的上市公司作为可比公司，对各专业公司分拆上市后的理论市值进行估算。可见，如果对各专业公司进行分拆上市，这些公司的市值可提升 3 倍左右。而且，分拆上市有利于减少公司的管理层级，发挥各专业公司的积极性，并加强市场对这些公司的监督，有利于提高这些公司的经营效率。从目前情况来看，要做到专业板块公司分拆上市难度较大，但不失为未来公司国企改革的一个思路。

表 27、公司下属各专业版块公司分拆上市后理论市值估算

| | 新签合同额 | 2016 年营 收 | 同比增长 | 中建市销率 | 可比公司市销率 | 当前测算市值 | 分拆理论市值 |
|------|-------|--------------|------|-------|-----------|--------|---------|
| 中建安装 | 405 | 388 | 4.3 | 0.29 | 中国化学 1.22 | 112.52 | 535.44 |
| 中建钢构 | 177 | 159 | 6 | 0.29 | 鸿路钢构 2.03 | 46.11 | 322.77 |
| 中建装饰 | 318 | 257 | 6.6 | 0.29 | 金螳螂 1.38 | 74.53 | 354.66 |
| 中建园林 | 18 | 13 | -4 | 0.29 | 棕榈股份 3.12 | 3.77 | 40.56 |
| 中建市政 | 2315 | 245 | 7.9 | 0.29 | 隧道股份 1.24 | 71.05 | 303.8 |
| 中建轨交 | 233 | 169 | -12 | 0.29 | 隧道股份 1.24 | 49.01 | 209.56 |
| 中建铁路 | 109 | 129 | 6.6 | 0.29 | 中国铁建 0.27 | 37.41 | 34.83 |
| 中建路桥 | 1475 | 555 | 20.7 | 0.29 | 中国交建 0.58 | 160.95 | 321.9 |
| 中建电力 | 81 | 41 | 64 | 0.29 | 中国电建 0.44 | 11.89 | 18.04 |
| 中建筑港 | 140 | 76 | 31 | 0.29 | 中国交建 0.58 | 22.04 | 44.08 |
| 中建设计 | 84 | 70 | 12.9 | 0.29 | 华建集团 1.84 | 20.3 | 128.8 |
| 合计 | 5355 | 2102 | | | | 609.58 | 2314.44 |

资料来源：公司年报，兴业证券研究所整理

7.2、雄安新区建设千年大计，公司或将深度参与

作为我国政治中心的北京在城市发展过程中，人口膨胀、交通拥堵、房价高涨、环境污染、资源短缺等“大城市病”逐渐显现，城市不堪重负。在这种情况下，2015年习近平总书记在主持召开中央财经领导小组第9次会议时就明确提出，要研究考虑在北京之外建新城的思路，并在此后于不同场合多次提出在河北合适地方建设一座新城。2017年习近平总书记亲赴安新县大王镇小王营村实地察看规划新区核心区概貌。2017年4月1日，中央正式宣布设立雄安新区。

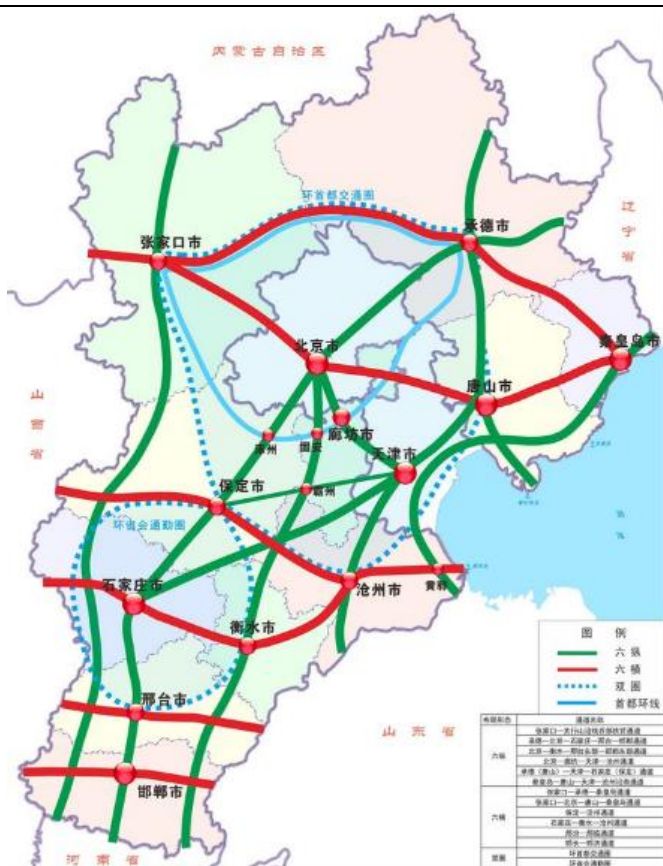
未来雄安新区将作为首都的经济副中心和经济增长极，北京的大型机构、高等教育、金融、大型企业（特别是央企）、产业核心等都可能整体搬迁到雄安，甚至部分中央机构也有可能迁至雄安，成为首都的行政副中心。而且中央在雄安新区的规划上有更长远的考虑，是要探索一条可持续的城市发展之路，将雄安打造为未来解决“大城市病”的试验田。因而，雄安新区的设立，可谓千年大计，关乎我国未来城市发展可持续模式的创新是否成功。

目前，水资源丰富、生态环境优良的雄安在城市建设方面还是一张白纸，预计20年内将建成人口300-500万的现代产业新城，GDP有望突破1万亿元人民币。按雄安新区起步区100平方公里，中期规划200平方公里，2020年之前会完成基本路网铺设，开始进行基础设施以及房屋建设。雄安新区的建设，从一开始就坚持世界眼光、国际标准、中国特色、高点定位，坚持生态优先、绿色发展。

房地产建设方面，雄安新区内目前禁止大规模的房地产开发，预计未来将出台统一规划，在雄安试验新的房地产开发模式。这也是设立雄安新区之后的重要改革举措之一。我们预计，在路网等基本的基础设施建成之后，雄安将进入由政府主导的大规模房地产开发阶段，年投资额可能在千亿级别。公司作为国内房建龙头，唯一中央直接管理的央企，一定会参与进这一重大的历史事件中。

在基建方面，今年6月19日，河北省政府办公厅发布《关于印发河北省综合交通运输体系发展“十三五”规划的通知》，提出到2020年形成京津冀核心区域1小时交通圈。“十三五”期间，要开工建设固安至雄安新区至保定城际铁路、京九高铁北京至雄安新区段、京九高铁雄安新区至商丘段、北京至雄安新区至石家庄城际铁路等多条联通雄安新区的高铁线路，并研究天津至雄安新区至石家庄铁路项目。河北省全省“十三五”期间预计完成交通投资6000亿元，其中轨道1600亿元，公路3450亿元，港口400亿元，民航350亿元，枢纽站场200亿元，而雄安新区的建设将成为重中之重。

图 54、河北省“十三五”交通规划图



资料来源：新华网，兴业证券研究所

另外，雄安新区的管网建设也将参照最先进的城市综合管廊建设标准，建设 21 世纪地下管廊式的基础设施，把城市交通、水电气、城市灾害防护系统等都放到地下。目前雄安地区基础设施建设相对薄弱，非常适合大规模进行地下综合管廊的建设。

我们参考深圳和东京的城市管廊建设标准。深圳市中心城区面积约 1109 平方公里，已有 13.4 公里地下管廊，规划在十三五期建成 270 公里地下管廊，则到 2020 年深圳市地下管廊约 283 公里，管廊密度约为 0.26 公里/平方公里。东京市区面积约 623 平方公里，现有总长度约 126 公里的地下综合管廊，目前规划修建中的还有 162 公里，共计 288 公里，密度约为 0.46 公里/平方公里。假设未来雄安新区地下管廊密度为 0.26-0.46 公里/平方公里，雄安新区的起步期、中期和远期控制区面积分别为 100 平方公里、200 平方公里和 2000 平方公里，以每平方公里 1.2 亿元的造价计算，则雄安新区地下管廊的投资规模为：起步期 31.2-55.2 亿元，中期 62.4-110.4 亿元，远期 624-1104 亿元。公司作为国内地下管廊建设领域市占率超 40% 的龙头企业，有望在这场城市建设的盛宴中分得较大的市场份额。

8、盈利预测与估值

● 关键假设

1. 全国房建市场在城市化推进、人均住房面积改善的带动下，维持 2%-4% 左右的稳定低速增长，公司房建业务增速将超行业平均增速，但毛利率会随着竞争日趋激烈逐渐下滑至 6% 左右；
2. 全国 PPP 项目落地速度加快，公司和少数大建筑企业凭借资金和资质优势，维持对大额 PPP 项目的垄断，公司在新落地 PPP 项目中保持 20% 左右的占有率，且基建业务毛利率将逐渐提升至 10% 以上的水平；
3. 公司海外项目推进顺利，在“一带一路”战略带动下拿单加速；
4. 子公司中海地产在收购中信股份地产业务后，将逐渐消化土地储备，业绩增长加速。

● 盈利预测假设

表 28、公司盈利预测假设

| 年份 | | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------|----------------|-----------|----------|----------|----------|
| 房建 | 主营业务收入(百万元) | 620224.63 | 663640.4 | 703458.8 | 738631.7 |
| | 同比增长率% | 5.4% | 7.0% | 6.0% | 5.0% |
| | 毛利率% | 6.3% | 6.5% | 6.3% | 6.0% |
| 基建及投资 | 主营业务收入(百万元) | 173899.7 | 234764.6 | 305194.0 | 381492.5 |
| | 同比增长率% | 23.0% | 35.0% | 30.0% | 25.0% |
| | 毛利率% | 7.6% | 9.0% | 10.0% | 10.5% |
| 房地产 | 主营业务收入(百万元) | 151977.8 | 174774.5 | 192251.9 | 211477.1 |
| | 同比增长率% | 6.8% | 15.0% | 10.0% | 10.0% |
| | 毛利率% | 26.7% | 27.0% | 26.0% | 25.0% |
| 勘察设计 | 主营业务收入(百万元) | 7340.2 | 7707.2 | 8092.6 | 8497.2 |
| | 同比增长率% | 12.7% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| | 毛利率% | 18.3% | 18.0% | 17.0% | 17.0% |
| 其他 | 主营业务收入(百万元) | 6323.1 | 7587.8 | 8346.6 | 9181.2 |
| | 同比增长率% | 209.2% | 20.0% | 10.0% | 10.0% |
| | 毛利率% | 49.0% | 50.0% | 50.0% | 50.0% |
| | 营业费用 / 主营业务收入% | 0.33% | 0.35% | 0.35% | 0.35% |
| | 管理费用 / 主营业务收入% | 1.85% | 1.90% | 1.89% | 1.89% |
| | 财务费用 / 主营业务收入% | 0.85% | 0.82% | 0.68% | 0.59% |
| | 实际税率% | 20.99% | 22.62% | 22.41% | 22.25% |

资料来源：兴业证券研究所

● 盈利预测结果

表 29、公司盈利预测结果

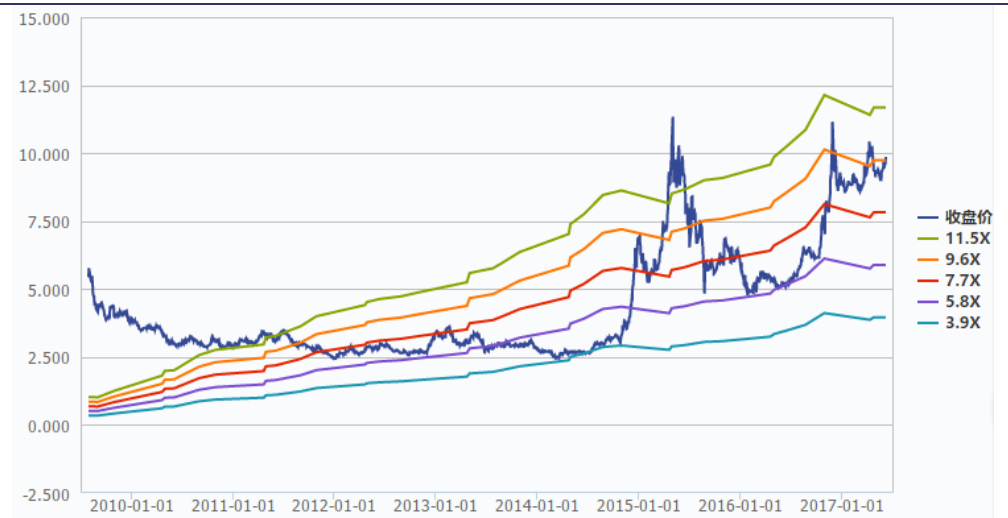
| 会计年度 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------|------|-------|-------|-------|
|------|------|-------|-------|-------|

| | | | | |
|-------------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 959765 | 1088474 | 1217344 | 1349280 |
| 增长率 | 9.0% | 13.4% | 11.8% | 10.8% |
| 营业利润(百万元) | 51159 | 60710 | 69470 | 77770 |
| 增长率 | 8.7% | 18.7% | 14.4% | 11.9% |
| 净利润(百万元) | 29870 | 34495 | 39461 | 44291 |
| 增长率 | 14.6% | 15.5% | 14.4% | 12.2% |
| 最新摊薄每股收益(元) | 1.00 | 1.15 | 1.32 | 1.48 |
| 每股净资产(元) | 6.35 | 7.33 | 8.65 | 10.14 |
| 动态市盈率(倍) | 9.8 | 8.5 | 7.4 | 6.6 |
| 市净率 (倍) | 1.5 | 1.3 | 1.1 | 1.0 |

资料来源：兴业证券研究所

公司自上市以来，最低PE曾在4倍左右，最高突破过12倍，大部分时间不高于7.7倍。近年来，公司估值中枢有上移趋势，近两年半以来都在5.8倍PE以上运行。当前公司动态估值9.8倍，处于历史较高水平。

图 55、中国建筑历史估值



资料来源：Wind，兴业证券研究所

与可比公司相比，公司的PE估值是所有企业中最低，而PB估值水平较高。我们认为，公司未来可通过确定性的成长消化估值，具备长期投资的价值。

我们预计2017-2019年EPS分别为1.15元、1.32元、1.48元，未来三年将保持14.09%的复合增长率，对应PE分别为8.5倍、7.4倍和6.6倍，维持“增持”评级。

表 30、可比公司估值比对

| 代码 | 公司 | 市值(亿元) | PE | | | PB | EV/EBITDA |
|-----------|------|---------|-------|-------|-------|------|-----------|
| | | | TTM | 2017E | 2018E | | |
| 601668.SH | 中国建筑 | 2958 | 9.68 | 8.61 | 7.61 | 1.50 | 7.00 |
| 601800.SH | 中国交建 | 2291.69 | 14.90 | 13.86 | 12.18 | 1.60 | 11.57 |
| 601390.SH | 中国中铁 | 1915.81 | 16.04 | 14.36 | 12.73 | 1.43 | 9.93 |
| 601186.SH | 中国铁建 | 1597.45 | 11.64 | 10.56 | 9.46 | 1.24 | 7.67 |
| 601669.SH | 中国电建 | 1240.75 | 18.08 | 15.50 | 13.48 | 1.96 | 14.30 |

深度研究报告

| | | | | | | | |
|-----------|------|--------|-------|-------|-------|------|-------|
| 601618.SH | 中国中冶 | 960.77 | 19.08 | 16.19 | 14.01 | 1.36 | 11.59 |
| 600068.SH | 葛洲坝 | 514.35 | 14.71 | 11.86 | 9.61 | 1.31 | 10.90 |
| 601117.SH | 中国化学 | 332.98 | 19.61 | 12.96 | 10.89 | 1.20 | 6.39 |
| 600170.SH | 上海建工 | 325.01 | 15.47 | 13.71 | 12.38 | 1.26 | 7.73 |

资料来源：Wind，兴业证券研究所

附表

| 会计年度 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------|---------|---------|---------|---------|
| 流动资产 | 1109946 | 1297893 | 1496173 | 1695387 |
| 货币资金 | 320860 | 419525 | 519067 | 615081 |
| 交易性金融资产 | 1127 | 1150 | 1150 | 1150 |
| 应收账款 | 138649 | 151844 | 169838 | 189351 |
| 其他应收款 | 49489 | 55845 | 62561 | 69303 |
| 存货 | 494269 | 555447 | 621250 | 689280 |
| 非流动资产 | 282008 | 292843 | 295412 | 297027 |
| 可供出售金融资产 | 10371 | 9853 | 9853 | 9853 |
| 长期股权投资 | 33477 | 33477 | 33477 | 33477 |
| 投资性房地产 | 34936 | 34936 | 34936 | 34936 |
| 固定资产 | 30026 | 29517 | 25399 | 19114 |
| 在建工程 | 11275 | 5662 | 2856 | 1453 |
| 油气资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 12122 | 11763 | 11265 | 10768 |
| 资产总计 | 1391953 | 1590736 | 1791585 | 1992415 |
| 流动负债 | 799618 | 918975 | 1022181 | 1121165 |
| 短期借款 | 32319 | 30000 | 30000 | 30000 |
| 应付票据 | 19173 | 21597 | 24155 | 26800 |
| 应付账款 | 402420 | 453283 | 506983 | 562500 |
| 其他 | 345706 | 414096 | 461043 | 501865 |
| 非流动负债 | 301337 | 338155 | 381022 | 421442 |
| 长期借款 | 143667 | 178667 | 213667 | 248667 |
| 其他 | 157670 | 159488 | 167355 | 172775 |
| 负债合计 | 1100954 | 1257130 | 1403203 | 1542608 |
| 股本 | 30000 | 30000 | 30000 | 30000 |
| 资本公积 | 24426 | 24426 | 24426 | 24426 |
| 未分配利润 | 113212 | 158027 | 194769 | 236009 |
| 少数股东权益 | 100508 | 113664 | 128764 | 145622 |
| 股东权益合计 | 290999 | 333606 | 388381 | 449807 |
| 负债及权益合计 | 1391953 | 1590736 | 1791585 | 1992415 |

| 会计年度 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润 | 29870 | 34495 | 39461 | 44291 |
| 折旧和摊销 | 5963 | 6819 | 7633 | 8050 |
| 资产减值准备 | 4551 | 3183 | 2876 | 3540 |
| 无形资产摊销 | 646 | 600 | 600 | 600 |
| 公允价值变动损失 | 746 | 134 | 214 | 276 |
| 财务费用 | 8114 | 8943 | 8247 | 7900 |
| 投资损失 | -6137 | -3000 | -2500 | -2500 |
| 少数股东损益 | 11302 | 13156 | 15100 | 16858 |
| 营运资金的变动 | 13123 | -5368 | 12120 | 16119 |
| 经营活动产生现金流量 | 48315 | 65512 | 60488 | 61615 |
| 投资活动产生现金流量 | -29055 | 5214 | 2300 | 2300 |
| 融资活动产生现金流量 | 73837 | 27939 | 36753 | 32100 |
| 现金净变动 | 93097 | 98665 | 99541 | 96014 |
| 现金的期初余额 | 216410 | 320860 | 419525 | 519067 |
| 现金的期末余额 | 309507 | 419525 | 519067 | 615081 |

| 会计年度 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 959765 | 1088474 | 1217344 | 1349280 |
| 营业成本 | 862788 | 971839 | 1086972 | 1206001 |
| 营业税金及附加 | 18297 | 20790 | 23251 | 25771 |
| 销售费用 | 3208 | 3810 | 4261 | 4722 |
| 管理费用 | 17718 | 20667 | 23007 | 25441 |
| 财务费用 | 8114 | 8943 | 8247 | 7900 |
| 资产减值损失 | 5366 | 4850 | 4850 | 4450 |
| 公允价值变动 | 746 | 134 | 214 | 276 |
| 投资收益 | 6137 | 3000 | 2500 | 2500 |
| 营业利润 | 51159 | 60710 | 69470 | 77770 |
| 营业外收入 | 1226 | 1113 | 1109 | 1130 |
| 营业外支出 | 272 | 245 | 256 | 255 |
| 利润总额 | 52113 | 61578 | 70324 | 78645 |
| 所得税 | 10941 | 13928 | 15763 | 17495 |
| 净利润 | 41172 | 47650 | 54561 | 61150 |
| 少数股东损益 | 11302 | 13156 | 15100 | 16858 |
| 归属母公司净利润 | 29870 | 34495 | 39461 | 44291 |
| EPS(元) | 1.00 | 1.15 | 1.32 | 1.48 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 成长性 | | | | |
| 营业收入增长率 | 9.0% | 13.4% | 11.8% | 10.8% |
| 营业利润增长率 | 8.7% | 18.7% | 14.4% | 11.9% |
| 净利润增长率 | 14.6% | 15.5% | 14.4% | 12.2% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 10.1% | 10.7% | 10.7% | 10.6% |
| 净利率 | 3.1% | 3.2% | 3.2% | 3.3% |
| ROE | 15.7% | 15.7% | 15.2% | 14.6% |

| | | | | |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 79.1% | 79.0% | 78.3% | 77.4% |
| 流动比率 | 1.39 | 1.41 | 1.46 | 1.51 |
| 速动比率 | 0.76 | 0.80 | 0.85 | 0.89 |
| 营运能力 | | | | |
| 资产周转率 | 0.78 | 0.73 | 0.72 | 0.71 |
| 应收帐款周转率 | 6.93 | 6.84 | 6.91 | 6.86 |
| 每股资料(元) | | | | |
| 每股收益 | 1.00 | 1.15 | 1.32 | 1.48 |
| 每股经营现金 | 3.57 | 2.18 | 2.02 | 2.05 |
| 每股净资产 | 6.35 | 7.33 | 8.65 | 10.14 |
| 估值比率(倍) | | | | |
| PE | 9.79 | 8.48 | 7.41 | 6.60 |
| PB | 1.54 | 1.33 | 1.13 | 0.96 |

深度研究报告
投资评级说明

行业评级 报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
 中 性: 相对表现与市场持平
 回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于15% ;
 增 持: 相对大盘涨幅在5%~15%之间
 中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5% ;
 减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

| 机构销售负责人 | | 邓亚萍 | 021-38565916 | dengyp@xyzq.com.cn | |
|--|---------------|---------------------------|--------------|--------------------|-------------------------|
| 上海地区销售经理 | | | | | |
| 姓名 | 办公电话 | 邮 箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮 箱 |
| 盛英君 | 021-38565938 | shengyj@xyzq.com.cn | 冯诚 | 021-38565411 | fengcheng@xyzq.com.cn |
| 顾超 | 021-20370627 | guchao@xyzq.com.cn | 杨忱 | 021-38565915 | yangchen@xyzq.com.cn |
| | | | 王溪 | 021-20370618 | wangxi@xyzq.com.cn |
| 王立维 | 021-38565451 | wanglw@xyzq.com.cn | 李远帆 | 021-20370716 | liyuanfan@xyzq.com.cn |
| | | | 胡岩 | 021-38565982 | huyanjq@xyzq.com.cn |
| 姚丹丹 | 021-38565778 | yaodandan@xyzq.com.cn | 曹静婷 | 18817557948 | caojt@xyzq.com.cn |
| 地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦12层 (200135) 传真: 021-38565955 | | | | | |
| 北京地区销售经理 | | | | | |
| 姓名 | 办公电话 | 邮 箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮 箱 |
| 郑小平 | 010-66290223 | zhengxiaoping@xyzq.com.cn | 朱圣诞 | 010-66290197 | zhusd@xyzq.com.cn |
| | | | 刘晓浏 | 010-66290220 | liuxiaoliu@xyzq.com.cn |
| 肖霞 | 010-66290195 | xiaoxia@xyzq.com.cn | 陈杨 | 010-66290197 | chenyangjg@xyzq.com.cn |
| 袁博 | 15611277317 | yuanb@xyzq.com.cn | 吴磊 | 010-66290190 | wulei@xyzq.com.cn |
| 陈姝宏 | 15117943079 | chenshuhong@xyzq.com.cn | 王文凯 | 010-66290197 | wangwenkai@xyzq.com.cn |
| 地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 (100033) 传真: 010-66290220 | | | | | |
| 深圳地区销售经理 | | | | | |
| 姓名 | 办公电话 | 邮 箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮 箱 |
| 朱元贱 | 0755-82796036 | zhuyy@xyzq.com.cn | 杨剑 | 0755-82797217 | yangjian@xyzq.com.cn |
| 李昇 | 0755-82790526 | lisheng@xyzq.com.cn | 邵景丽 | 0755-23836027 | shaojingli@xyzq.com.cn |
| 王维宇 | 0755-23826029 | wangweiyu@xyzq.com.cn | | | |
| 地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701 (518035) 传真: 0755-23826017 | | | | | |
| 国际机构销售经理 | | | | | |
| 姓名 | 办公电话 | 邮 箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮 箱 |
| 刘易容 | 021-38565452 | liuyirong@xyzq.com.cn | 徐皓 | 021-38565450 | xuhao@xyzq.com.cn |
| 张珍岚 | 021-20370633 | zhangzhenlan@xyzq.com.cn | 陈志云 | 021-38565439 | chanchiwan@xyzq.com.cn |
| 马青岚 | 021-38565909 | maql@xyzq.com.cn | 曾雅琪 | 021-38565451 | zengyaqi@xyzq.com.cn |
| 申胜雄 | 021-20370768 | shensx@xyzq.com.cn | 陈俊凯 | 021-38565472 | chenjunkai@xyzq.com.cn |
| 俞晓琦 | 021-38565498 | yuxiaoqi@xyzq.com.cn | 蔡明珠 | 13501773857 | caimzh@xyzq.com.cn |
| 地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦12层 (200135) 传真: 021-38565955 | | | | | |
| 私募及企业客户负责人 | | 刘俊文 | 021-38565559 | liujw@xyzq.com.cn | |
| 私募销售经理 | | | | | |
| 姓名 | 办公电话 | 邮 箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮 箱 |
| 徐瑞 | 021-38565811 | xur@xyzq.com.cn | 杨雪婷 | 021-20370777 | yangxueting@xyzq.com.cn |
| 唐恰 | 021-38565470 | tangqia@xyzq.com.cn | 韩立峰 | 021-38565840 | hanlf@xyzq.com.cn |
| 李桂玲 | 021-20370658 | ligl@xyzq.com.cn | 施教琪 | 021-20370837 | shzq@xyzq.com.cn |
| 王磊 | 021-20370658 | wanglei1@xyzq.com.cn | | | |
| 地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦12层 (200135) 传真: 021-38565955 | | | | | |

港股机构销售服务团队

| 机构销售负责人 | | | 丁先树 | | |
|---------|-------------|-------------------------|-----|-------------|---------------------|
| 姓名 | 办公电话 | 邮箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮箱 |
| 王文洲 | 18665987511 | petter.wang@xyzq.com.hk | 郑梁燕 | 18565641066 | zhengly@xyzq.com.hk |
| 陈振光 | 13818288830 | chenzg@xyzq.com.hk | 周围 | 13926557415 | zhouwei@xyzq.com.hk |
| 孙博轶 | 13902946007 | sunby@xyzq.com.hk | | | |

地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852) 3509-5900

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。